I Ty możesz zostać Warrenem Buffettem, *czyli* INWESTOWANIE SKONCENTROWANE NA GPW

Tobiasz Maliński

Patrz na rynkowe zmiany raczej jak na przyjaciela, a nie wroga — korzystaj z szaleństwa, ale nie bierz w nim udziału.

Warren Buffett

one press Exclusive!

eBook PDF

HTTP://ONEPRESS.PL

ELITA CZYTA

BO

WIETRZY INTERES

książkiklasybusiness

one press

Wszelkie prawa zastrzeżone. Nieautoryzowane rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji w jakiejkolwiek postaci zabronione. Wykonywanie kopii metodą elektroniczną, fotograficzną, a także kopiowanie książki na nośniku filmowym, magnetycznym, optycznym lub innym powoduje naruszenie praw autorskich niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja została elektronicznie zabezpieczona przed nieautoryzowanym kopiowaniem, dystrybucją i użytkowaniem. Usuwanie, omijanie lub zmiana zabezpieczeń stanowi naruszenie prawa.

Wszystkie znaki występujące w tekście są zastrzeżonymi znakami firmowymi bądź towarowymi ich właścicieli.

Autor oraz Wydawnictwo HELION dołożyli wszelkich starań, by zawarte w tej książce informacje były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak żadnej odpowiedzialności ani za ich wykorzystanie, ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw patentowych lub autorskich. Autor oraz Wydawnictwo HELION nie ponoszą również żadnej odpowiedzialności za ewentualne szkody wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Redaktor prowadzący: Barbara Gancarz-Wójcicka

Projekt okładki: Urszula Buczkowska

Fotografia na okładce została wykorzystana za zgodą iStockPhoto Inc.

Wydawnictwo HELION
ul. Kościuszki 1c, 44-100 GLIWICE
tel. 32 231 22 19, 32 230 98 63
e-mail: *onepress@onepress.pl*
WWW: *http://onepress.pl* (księgarnia internetowa, katalog książek)

Drogi Czytelniku!
Jeżeli chcesz ocenić tę książkę, zajrzyj pod adres
http://onepress.pl/user/opinie?itymoz_p
Możesz tam wpisać swoje uwagi, spostrzeżenia, recenzję.

ISBN: 978-83-246-3133-9
Nr katalogowy: 5969

Copyright © Helion 2011

książkiklasybusiness

Księgarnia internetowa:
http://onepress.pl

Drogi Czytelniku!
Oceń książkę, wpisz recenzję, uwagi.
Szczegółowe informacje o książce.

one press

Sprawdź najnowsze promocje:
http://onepress.pl/promocje
Książki najchętniej czytane:
http://onepress.pl/bestsellery
Zamów informacje o nowościach:
http://onepress.pl/nowosci

Helion SA
ul. Kościuszki 1c, 44-100 Gliwice
tel.: 32 230 98 63
e-mail: onepress@onepress.pl
http://onepress.pl

PARTNER WYDAWNICTWA
Raiffeisen BANK
Raiffeisen Bank Polska S.A.

Pani dr Marii Gorczyńskiej,
której rady ostatecznie przyczyniły się
do sprecyzowania moich strategii inwestycyjnych

WAŻNE

Wszystkie treści zawarte w książce służą celom edukacyjnym i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 roku, Nr 206, poz. 1715).
Autor nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej książki ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

Spis treści

Wstęp **7**

1. Moja historia **11**

2. Dylemat zaufania swojej wiedzy **27**

3. Wykłady akademickie **41**

4. ROE — najważniejszy wskaźnik dla inwestora **49**

5. Bezpieczeństwo czy zyski? **63**

6. Łączymy kryteria **73**

7. Przepływy pieniężne **81**

8. Środowisko działalności spółki **97**

9. Jak analizować pojedynczą spółkę? **103**

10. Jak określić wartość spółki? **127**

11. Kondycja finansowa spółki **143**

12. Najważniejsze pozycje aktywów i pasywów **151**

13. Kapitał obrotowy netto **167**

14. Płynność płatnicza spółki **173**

15. Cykl konwersji gotówki **183**

16. Zadłużenie spółki i wysokość marży **195**

17. Analiza spółki KGHM **207**

18. Analiza spółki Teresa Medica **221**

19. Jak analizować spółki z rynku NewConnect? **229**

20. Różne style inwestycyjne oparte na wartości **237**

Podsumowanie **245**

A Co łączy Keynesa z inwestycjami? **249**

B Czy Legg Mason TFI rzeczywiście inwestuje w wartość? **257**

Bibliografia **269**

Wstęp

Isaac Newton po porażce inwestycyjnej, którą poniósł na akcjach Kompanii Mórz Południowych, powiedział, że jest w stanie przewidzieć ruchy ciał niebieskich, ale nie szaleństwo ludzi. Przyglądając się historycznym zwyżkom oraz spadkom notowań giełdowych, jak również recesjom oraz ekspansjom gospodarczym, odnoszę wrażenie, jakby Newton trochę się pomylił. Każda kolejna giełdowa bessa odsłania dokładnie te same błędy rzesz inwestorów i graczy, które popełniali w przeszłości. Każdy kolejny kryzys finansowy obnaża inne słabe punkty światowych gospodarek. Uważny obserwator zauważy, że kryzysy finansowe oraz bessy giełdowe przebiegają według pewnego schematu. Newton stwierdził, że nie jest w stanie przewidzieć ludzkiego szaleństwa. Szaleństwa może nie, ale bardzo łatwo można przewidzieć sekwencję podstawowych emocji, które napędzają kolejne bańki spekulacyjne, a potem doprowadzają do ich pęknięcia. Ludzkie emocje są niewątpliwie złożonym zjawiskiem, jednak w przypadku pieniędzy bardzo się ono upraszcza. Skrajna euforia graczy napędzana chciwością i zaślepieniem winduje kursy papierów wartościowych do niebotycznych poziomów, by później przerodzić się w strach i doprowadzić do paniki wielu inwestorów i graczy. Po całym tym cyklu następuje wyciszenie, co przekłada się na uformowanie kolejnego dołka giełdowego oraz początek nowej hossy. Warren Buffet powiedział, że gdyby można było zarabiać pieniądze,

znając historię, to bibliotekarze byliby milionerami. Doświadczenie jednak pokazuje, że historia się powtarza, nie tylko w sprawach finansów. Bibliotekarze nie są milionerami, bo nie zdają sobie sprawy z potęgi wiedzy, do której mają dostęp. Ludzie w większości nie lubią przyznawać się do popełnionych błędów, co sprawia, że zachowują się ciągle w ten sam sposób. Uwarunkowania psychologiczne inwestorów znajdują odzwierciedlenie w notowaniach giełdowych. Teoria efektywnego rynku głosi, że każda informacja znajduje odbicie w kursach papierów wartościowych. Nie jest to do końca prawdą, ponieważ w krótszych okresach o wiele większy wpływ na notowania giełdowe mają emocje graczy oraz inwestorów. Wystarczy przejrzeć historyczne wykresy indeksów giełdowych, bez względu na to, czy są to indeksy rodzime, czy zagraniczne, by dowiedzieć się wiele o stanach emocjonalnych uczestników rynku. Widać jak na dłoni sekwencje dołków kolejnych bess oraz szczytów hoss przeplatających się nawzajem. Jest to wystarczającym dowodem na niezmienność uwarunkowań psychologicznych uczestników rynków finansowych. Tylko garstka ludzi ma odwagę przyznać się do błędów, analizować je, a w rezultacie gromadzić coraz większy majątek. Albert Einstein twierdził, że szaleństwem jest niezmienne zachowanie i oczekiwanie przy tym różnych efektów. Przyglądam się sytuacjom rynkowym i mam wrażenie, jakby tłum rzeczywiście był szalony, i to bardzo.

Rzesze inwestorów nieustannie poświęcają się analizie wyłącznie wykresów notowań papierów wartościowych, zapominając zupełnie o czynnikach fundamentalnych: kondycji finansowej spółek, ich pozycji branżowej oraz sposobach, w jakie są zarządzane. Mówiąc o błędach, na których należy się uczyć, mam na myśli ignorowanie zawartości sprawozdań finansowych, co jest przyczyną nadmuchiwania, a później pękania kolejnych baniek spekulacyjnych. Dopóki na rynku przeważać będą gracze, a nie inwestorzy, dopóty na wykresach notowań giełdowych wprawni obserwatorzy będą mogli dostrzec działania pod wpływem emocji. Im więcej spekulantów pojawiać się będzie na giełdach papierów wartościowych, tym mocniej prawidłowości emocjonalne, o których wspomniałem, będą się ugruntowywały. Robert Kiyosaki trafnie zauważył, że zachowanie rynków przypomina zachowanie się obiektów zgodnie z trzecią zasadą dynamiki Newtona — akcji i reakcji. Jeśli rynek porusza się cały czas w górę, to w którymś momencie musi na-

stąpić ruch o takiej samej sile i zasięgu, jednak o przeciwnym kierunku. Na wykresach głównych warszawskich indeksów, WIG-u oraz WIG-u 20, widać, że hossa z przełomu tysiącleci została w całości zniesiona spadkami, które po niej nastąpiły. Hossa zakończona latem 2007 roku również w stu procentach została zniesiona spadkami. Wydaje się, że trzecia zasada dynamiki Newtona na rynku giełdowym sprawdza się doskonale. Rynki poruszają się od jednego ekstremum do drugiego, nie dążą, jak twierdzą ekonomiści, do równowagi. Zauważył to już Graham, a rozwinął George Soros w książce *Nowy paradygmat rynków finansowych*[1]. Owe zależności są powodowane popełnianiem nieustannie tych samych błędów przez graczy oraz inwestorów. Newton do pewnego stopnia miał rację, twierdząc, że szaleństwa ludzi nie można przewidzieć, ale można przewidzieć, że nie nauczą się niczego na swoich błędach i będą je dalej popełniać, co przełoży się na niezmienne zachowanie kursów akcji. Z jednej strony gracze powodują coraz większą niestabilność rynków, z drugiej strony zaś stwarzają prawdziwym inwestorom poszukującym okazyjnych inwestycji szansę zarabiania pieniędzy bez oglądania się na zmieniającą się sytuację. Aktywny uczestnik rynku lub nowicjusz każdego dnia podejmuje decyzje, czy stać się inwestorem, czy spekulantem. Większość wybiera spekulację, jednak Czytelnik może wybrać bycie inwestorem. Życie spekulanta jest niespokojne, natomiast inwestora — wręcz przeciwnie. Każdy ma do wyboru: albo nieustanne szarpanie się z rynkiem, który w ostatecznym rozrachunku, tak jak kasyna, często wygrywa, albo zachowanie pozycji obserwatora tego zbiorowego szaleństwa i wyszukiwanie okazji inwestycyjnych stwarzanych dzięki szalonemu tłumowi. Bycie inwestorem jest banalnie proste, mówię to bez wyolbrzymiania. Wystarczy poznać podstawy analizowania sprawozdań finansowych i z czasem je udoskonalić, aby móc zarabiać naprawdę duże pieniądze. Postanowiłem napisać tę książkę, aby osoby zainteresowane inwestowaniem, a nie spekulacją, mogły bez problemów rozpocząć przygodę ze spółkami giełdowymi i przestać popełniać klasyczny błąd, jakim jest nieczytanie sprawozdań finansowych. Dzięki temu każdy, kto nauczy się analizować sprawozdania finansowe, będzie mógł czerpać korzyści z wahań rynkowych, a w szczególności ze

[1] George Soros, *Nowy paradygmat rynków finansowych*, MT Biznes, Warszawa 2008.

spadków notowań akcji, które są największymi sprzymierzeńcami inwestorów. Pamiętam, że na początku własnej przygody inwestycyjnej poszukiwałem książki, która nauczyłaby mnie czytać sprawozdania finansowe. Przez trzy lata sięgałem po różne źródła, na podstawie których poszerzałem powoli swoją wiedzę. Odbywało się to metodą prób i błędów, co poskutkowało stratami finansowymi, których nie mogłem uniknąć. A zatem powód powstania tej książki jest jeden — ułatwić drogę początkującym inwestorom oraz spekulantom, którzy chcą zacząć inwestować. (Sam dużo bym dał, żeby kilka lat temu trafić na tego typu pozycję). Wiem, jak trudna jest indywidualna nauka inwestowania, bez możliwości konfrontowania swojej wiedzy z kimś, kto działa już w praktyce. Gdybym od początku mógł korzystać z wiedzy bardziej doświadczonego ode mnie inwestora, kto wie, ile pieniędzy udałoby mi się do dzisiaj zarobić… Mentor jest bardzo ważny w procesie nauki, jeżeli jednak Czytelnik nie ma w pobliżu takiej osoby, literatura może ją dość skutecznie zastąpić. W tej książce opisałem pokrótce moją drogę do wiedzy, a także omówiłem wszystkie kluczowe (każdy inwestor powinien je znać) zagadnienia z zakresu analizy sprawozdań finansowych oraz analizy branży. Zaprezentowałem też własną strategię inwestycyjną, która może być stosowana przez innych w pierwotnej postaci lub zostać zmodyfikowana. Celem tej książki jest ukazanie innym inwestorom, co według mnie jest ważne podczas poszukiwania spółek notowanych na rynkach regulowanych — rzecz jasna każdy w oparciu o przedstawione kryteria może dokonać własnych wyborów. Mam nadzieję, że wyłożyłem sprawę możliwie najczytelniej, tak aby każdy mógł bez problemów pojąć, z czym wiąże się inwestowanie w spółki giełdowe. Zapraszam zatem do zapoznania się z wiedzą, która stanowi owoc moich kilkuletnich poszukiwań. Życzę przyjemnej lektury oraz dużych zysków w przyszłości!

1.
Moja historia

Wszystkiemu winien jest Robert Kiyosaki i jego książki. Oczywiście piszę te słowa pół żartem, pół serio. To właśnie dzięki opracowaniom Kiyosakiego zająłem się inwestowaniem najpierw w ogóle, a potem w spółki giełdowe. Pamiętam, jak pierwszy raz zobaczyłem w Empiku książkę *Kto zabiera Twoje pieniądze?*[1] — postanowiłem ją kupić. Wcześniej wiedziałem, że istnieje ktoś taki jak Robert, Warren Buffet, Kamil Cebulski, ludzie, którym udało się osiągnąć sukces w biznesie czy inwestycjach. Zanim jednak zetknąłem się z Robertem, musiałem się o nim skądś dowiedzieć, bo przecież znikąd te informacje do mnie nie dotarły. Po raz pierwszy przeczytałem o Robercie na forum NLP Polska. Natknąłem się tam na wątek dotyczący bogacenia się oraz książek na ten temat polecanych przez użytkowników. Wśród wielu autorów i tytułów znalazłem właśnie Roberta Kiyosakiego i jego publikacje. Nie był to jeszcze ostateczny impuls do nabycia jego pierwszej książki. Najpierw trafiłem na książkę *Efekt motyla*[2] Kamila Cebulskiego,

---

[1] Robert T. Kiyosaki, Sharon L. Lechter, *Kto zabiera Twoje pieniądze? Dlaczego powolni inwestorzy tracą? Co robią ci, którzy zarabiają?*, Instytut Praktycznej Edukacji, Osielsko 2007.

[2] Kamil Cebulski, *Efekt motyla. Jak jedna decyzja może wpłynąć na całe Twoje życie i zaważyć nad biedą lub bogactwem?*, Złote Myśli, Gliwice 2006.

w internecie znalazłem do tego kilka klipów z jego udziałem. W jednym z nich Kamil udzielał wywiadu w programie *Kawa czy herbata* — stwierdził wówczas, że wiele osób zna nazwiska ludzi, którym się powiodło finansowo, jak Robert Kiyosaki, jednak są to przykłady zagraniczne, a nie polskie. Ta wypowiedź przekonała mnie ostatecznie do tego, że warto zapoznać się z publikacjami Roberta. Wiedziałem, że jeśli różne osoby polecają w różnym czasie te same pozycje książkowe, na dodatek tego samego autora, musi w tym coś być. Głupotą byłoby nawet nie spróbować, więc postanowiłem rozpocząć swoją przygodę w świecie pieniędzy. Nie planowałem wtedy, że będę kupował akcje spółek czy że w ogóle będę robił coś konkretnego, pokierowała mną zwykła ciekawość, dzięki której zagłębiłem się w lekturę pierwszej książki Roberta — *Kto zabiera Twoje pieniądze?*

Było to w sierpniu 2007 roku, kiedy dokonałem swojej pierwszej inwestycji, nieudanej zresztą, w jednostki funduszu inwestycyjnego. Jeśli Czytelnik interesuje się finansami (a sądzę, że w większości tacy sięgnęli po tę książkę), pewnie dobrze pamięta, że lato 2007 roku było początkiem bessy na warszawskiej giełdzie. Jako człowiek zupełnie nieobeznany z rzemiosłem inwestycyjnym postanowiłem wtedy zająć się funduszami inwestycyjnymi za namową licznych reklam dostępnych w internecie. Zacząłem wówczas korzystać z bankowości elektronicznej, która jest zintegrowana z różnymi dodatkowymi usługami, na przykład z możliwością otwarcia za pośrednictwem internetu rejestru w funduszu inwestycyjnym znajdującym się w ofercie banku oraz zakupu jednostek uczestnictwa. Przejrzałem wtedy wyniki inwestycyjne różnych towarzystw i byłem zachwycony. Nie chciałem już nigdy wracać do lokat bankowych, bo i po co, jeśli w jeden rok można zarobić kilkadziesiąt procent tylko przez zwykły zakup jednostek i odczekanie kilku miesięcy. Już pod koniec 2007 roku miałem przekonać się boleśnie, w jakim byłem błędzie.

Celowo przytoczyłem wątek o funduszach inwestycyjnych, ponieważ to właśnie krótko po pierwszym zakupie jednostek uczestnictwa natknąłem się w Empiku na książkę Roberta *Kto zabiera Twoje pieniądze?* Ten, kto ją czytał, wie, że Robert porusza w niej właśnie wątek funduszy inwestycyjnych. Nietrudno sobie wyobrazić, jak się czułem, gdy

w miarę zagłębiania się w kolejne informacje orientowałem się, że popełniłem klasyczne błędy, które autor wskazuje w książce. Najbardziej utkwiła mi w pamięci rozmowa Roberta z bogatym ojcem. Robert próbował w niej uzasadnić swoją decyzję zakupu jednostek. Bogaty ojciec nie był rozczarowany samą decyzją, ale tym, jakim inwestorem Robert się stawał. Czytałem dalej i rozpoznawałem siebie, ponieważ decyzja, którą podjąłem w przypadku swoich finansów, niczym nie różniła się od decyzji podjętej przez Roberta w szkole oficerskiej. On został namówiony przez agenta zajmującego się dystrybucją jednostek uczestnictwa różnych funduszy inwestycyjnych, a ja zostałem przekonany przez reklamy internetowe oraz wyniki historyczne. Okazało się później, że Robert przez pół roku wpłacał regularnie, co miesiąc kolejne pieniądze, a z jednostką nic się nie działo — w zasadzie jej cena tkwiła nieruchomo w jednym miejscu. Z lektury różnych internetowych materiałów dowiedziałem się później, że ryzyko cenowe zakupu jednostek uczestnictwa można ograniczyć poprzez dokonanie zakupów w regularnych odstępach czasu, ponieważ dzięki temu uśrednia się cenę zakupu[3]. Nie dość, że dokonałem zakupu w najgorszym z możliwych momentów, bo na samym szczycie hossy (rysunek 1.1), to na dodatek była to suma jednorazowa, całkiem niebagatelna. Oczywiście nie była ona poważna jak na rynek finansowy[4], ale stanowiła praktycznie 100% zasobów mojego portfela. Z moich późniejszych wyliczeń wynikało, że wskutek tej decyzji inwestycyjnej, tj. zakupu jednostek uczestnictwa w tak kiepskim momencie, straciłem około 25% kapitału! To poważna strata. Ale cóż, trzeba było otrzeć łzy i ruszyć na spotkanie z kolejnymi przygodami finansowymi.

---

[3] Dzisiaj mogę śmiało powiedzieć, że taka strategia w rzeczywistości się nie sprawdza, mimo licznych dowodów rzekomo potwierdzających jej dochodowość. Obecnie nie jestem przeciwnikiem funduszy inwestycyjnych, jednak twierdzę, że trzeba najpierw wiedzieć, w jaki sposób lokować w nich pieniądze. Fundusze inwestycyjne są bardzo powolną formą pomnażania kapitału. Jeśli już ktokolwiek pragnie lokować w ten sposób pieniądze, doradzałbym, żeby najpierw nauczył się rozpoznawać zmiany trendów na rynku giełdowym, a potem kupował jednostki uczestnictwa w początkowej fazie trendu wzrostowego.

[4] Jak powiedział Ludwik Sobolewski w jednym z wywiadów: „To jest rynek finansowy, a nie cukiernia z pączkami".

Rysunek 1.1. *Pierwsza, chyba najbardziej pechowa inwestycja, jakiej dokonałem*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu gielda.onet.pl.

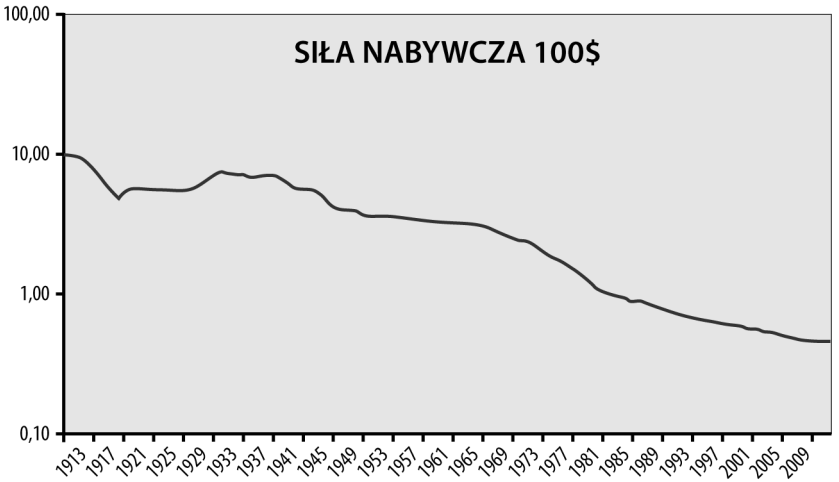
Oczywiście nie poprzestałem na tej jednej książce Roberta — przeczytałem wszystkie publikacje jego autorstwa, łącznie z felietonami dostępnymi w serwisie Yahoo! Finance[5]. Było warto. I choć w skrócie mogę powiedzieć, że te książki są o jednym i tym samym, nie jest to bynajmniej wada. Robert opisuje w nich po prostu filozofię inwestowania, sposób myślenia bogatych oraz możliwości robienia pieniędzy. Pokazuje różnice między pracą na etacie a biznesem oraz inwestycjami. Lektura jego książek jest niezbędna dla każdego, kto chce wejść w świat finansów. Jest również najtrudniejszym, a jednocześnie bardzo ważnym etapem, ponieważ wówczas powinna nastąpić zmiana sposobu myślenia każdego przyszłego biznesmena czy inwestora. Okazuje się więc, że nie może być tylko lekturą do poduszki, wymaga skupienia — w proces zmiany sytuacji finansowej trzeba się w pełni zaangażować. Znam ludzi, którzy czytali książki Kiyosakiego i głośno popierali jego koncepcje, jednak gdy znaleźli się w trudnej sytuacji finansowej, i tak uciekli się do starego nawyku (jakim jest poszukiwanie pieniędzy właśnie w pracy na etacie zamiast w aktywach, o których tyle pisze Robert). Tacy ludzie

[5] *http://finance.yahoo.com/expert/bio/richricher/robert-kiyosaki*.

zmieniają się tylko w teorii — dużo mówią o swojej zmianie, ale w rzeczywistości nie dokonują żadnej transformacji. Znam również osoby, które były zagorzałymi zwolennikami inwestowania, ale gdy same miały zainwestować pieniądze, nigdy tego nie zrobiły. Mnie się udało — zdołałem całkowicie zmienić swój sposób myślenia za sprawą książek z serii *Bogaty ojciec, biedny ojciec.* Zacząłem stopniowo wprowadzać filozofię bogatych do swojego życia. Początki nie były łatwe, szczególnie gdy moja rodzina dowiedziała się, że nie zamierzam w przyszłości podejmować żadnej pracy na etacie. W czasach pieniędzy papierowych nie mających pokrycia w realnych aktywach, narażonych na spadek siły nabywczej, praca na etacie jest ryzykowna[6]. Co prawda spadek siły nabywczej pieniędzy jest rekompensowany, np. wzrostem wynagrodzeń, niemniej wystarczy spojrzeć na poniższy wykres (rysunek 1.2), aby się przekonać, że ludzie pracują w zamian za coraz mniej wartościowy pieniądz. Generowanie pieniędzy z wykorzystaniem aktywów w tempie wyprzedzającym spadek siły nabywczej jest lepszym rozwiązaniem.

Moi najbliżsi mówili, że to, co pisze Robert w swoich książkach, jest mądre, ale w rzeczywistości i tak muszę mieć pracę na etacie, ponieważ skądś będę potrzebował pieniędzy, żeby później móc je inwestować. Za każdym razem, gdy upierałem się, że nie potrzebuję pieniędzy, by móc je robić, moja rodzina stawała w silniejszej opozycji. Wtedy znajdowałem się na początku finansowej przygody i nie do końca byłem pewien, czy rzeczywiście można robić pieniądze, jeśli nie ma się początkowo żadnego wkładu własnego, ale byłem mocno przekonany, że musi być to prawdą, bo inaczej nikt nie pisałby na ten temat książek. Nie miałem wtedy pojęcia, w jaki sposób można robić pieniądz z niczego. Nie przychodziły mi do głowy żadne pomysły, a koncepcja kupowania nieruchomości bez wkładu własnego była dla mnie nie do zrealizowania. Inwestycje w nieruchomości wiążą się z koniecznością posiadania

[6] Polecam książkę na temat historii pieniądza, *Moralna i niemoralna historia pieniądza* (dostępna w każdym Empiku), ponieważ to dzięki niej zrozumiałem, że tak naprawdę pieniądz papierowy jest bardzo mało warty. Wszyscy obracamy banknotami, ale znaczna część nas nie ma pojęcia, czym jest pieniądz, dlatego prawdopodobnie tak łatwo poddajemy się morderczej harówce i otrzymujemy w zamian bardzo znikomą wartość. Tak, tak, znikomą!



Rysunek 1.2. *Inflacja „pożera" wartość i będzie to robić nadal…*

Źródło: dane amerykańskiego Departamentu Pracy. Skala logarytmiczna. Lata 1982 – 84 = 1,00.

znacznej zdolności kredytowej albo z posiadaniem dużych zasobów własnych. Ja nie kwalifikowałem się do żadnej z tych grup. Od samego początku poszukiwałem inwestycji, które wymagałyby mniejszych nakładów i na które byłoby mnie po prostu stać. Szukałem też innych niż biznes sposobów robienia pieniędzy z niczego.

Robert w swoich książkach radzi rozpocząć przygodę z finansami od założenia biznesu, co powinno być poprzedzone nauką sprzedaży. Robert poleca marketing sieciowy. Ja postanowiłem zająć się marketingiem partnerskim[7]. Niewtajemniczonym wyjaśniam, że marketing sieciowy polega na budowaniu własnej sieci sprzedawców. Chodzi o to, że zarabiamy nie tylko na sprzedanych przez siebie produktach, ale również otrzymujemy prowizję od sprzedaży dokonanych przez naszych podwładnych oraz często od sprzedaży dokonanych przez ich podwładnych,

[7] Dociekliwym polecam stronę Tomka Urbana, który według mnie jest fachowcem od zarabiania w programach partnerskich: *http://pp.ministrona.pl/*. Sam zaczynałem od lektury jego bloga i wiem, że innym zainteresowanym tematyką programów partnerskich również przyda się takie doświadczenie.

dzięki czemu najwięcej zarabia ten, kto znajduje się na samym szczycie sieci. Marketing partnerski polega na polecaniu produktów wybranego przedsiębiorstwa i zarabianiu na prowizji od sprzedaży. Niektóre programy partnerskie pozwalają na pozyskiwanie osób poleconych, które są dodatkowym źródłem dochodu, jednak nie odbywa się to w tak rozbudowany sposób jak w przypadku marketingu sieciowego.

Jako że zawsze interesowało mnie czytanie książek, postanowiłem zająć się właśnie polecaniem literatury. W roku 2007 nie było tylu programów partnerskich, ile można znaleźć obecnie. Wtedy praktycznie miałem tylko jeden wybór. Zacząłem zatem polecać e-booki — książki elektroniczne. Koncepcja programów partnerskich dopiero rodziła się na polskim rynku, więc byłem jedną z pierwszych osób, które zainteresowały się sprzedażą partnerską. Z biegiem czasu okazało się, że marketing partnerski jest strzałem w dziesiątkę zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla partnerów. Dzięki marketingowi partnerskiemu rzeczywiście nauczyłem się sprzedawać. Byłem zmuszony się dokształcać, kupować książki o sprzedaży takich autorów jak Brian Tracy oraz pozycje z dziedziny marketingu. Początkowo było trudno, ponieważ byłem przyzwyczajony do bycia wynagradzanym za pracę, a nie tylko za efekty (w szkole otrzymywałem wszak oceny nie tylko za efekty, ale i za pracę). Koncepcja bycia wynagradzanym za nakłady legła w gruzach wraz z rozpoczęciem działań w programie partnerskim. Wiedziałem, że jeśli nie będę miał efektów, nie zarobię. To tyle. Pozostało mi więc albo zaprzestać działania, albo nauczyć się sprzedawać. Założyłem stronę internetową, dobrałem e-booki zgodne z jej tematyką i powolutku zacząłem pojmować zasady marketingu. Po roku zarabiałem już regularnie. Nie były to jakieś duże pieniądze, ale zawsze były — choć raczej na kieszonkowe niż na poważniejsze wydatki, satysfakcjonowało mnie inne niż typowa praca źródło dochodu. Chciałem zarabiać w programach partnerskich po kilkaset złotych miesięcznie, bo tyle zarabiali najlepsi partnerzy w programie, do którego należałem, ale jakoś nigdy nie miałem wystarczającej motywacji do zwiększenia intensywności i skali działania. W końcu zauważyłem dziwne zjawisko — sprzedaż partnerska nudziła mnie coraz bardziej. Partnerzy wypowiadający się na branżowych forach są zazwyczaj zachwyceni, gdy zarabiają więcej pieniędzy… Nie chcę być źle zrozumiany — nie znudziło mi się zarabianie, ale sposób, w jaki ono

następowało. Gdy zrozumiałem, na czym polega sprzedaż partnerska, jedyne czynności, które mi pozostały, to tworzenie treści na stronę internetową oraz promowanie kolejnych produktów w taki sam sposób. Dziś określam takie funkcjonowanie mianem działania na jedno kopyto. A zatem gdy poznałem świat sprzedaży partnerskiej, zrozumiałem zasady nim rządzące i coraz mniej było do odkrycia, postanowiłem zakończyć moją przygodę ze sprzedażą e-booków. Może dziwić, że zrezygnowałem w momencie, w którym najlepiej mi się powodziło, i rzeczywiście tak było, lecz dzięki programom partnerskim zdałem sobie sprawę z jednego — biznes to zajęcie nie dla mnie. Działalność w programie partnerskim nie jest biznesem, ale jest zajęciem biznesopodobnym. Dzięki programowi uświadomiłem sobie, że nie ekscytuje mnie ciągłe staranie się o własny interes w sensie biznesowym. Po pierwsze marketing zaczął mnie nudzić, gdy zrozumiałem zasady jego działania, a po drugie nie chciało mi się dokonywać ciągłych aktualizacji zawartości strony. Dowiedziałem się później od znajomego, który posiada dwa dobrze prosperujące biznesy, że własna działalność to zajęcie, któremu na początku trzeba oddać się bez reszty. Znam siebie i wiem, że w którymś momencie mogłoby mi się zwyczajnie odechcieć starań i cały włożony wcześniej wysiłek biznesowy mógłby zostać zmarnowany. Ów znajomy wyznaje zasadę, że jeśli już zacząć się czymś zajmować, to trzeba trwać w tym do końca, czyli do osiągnięcia sukcesu. Tymczasem ja, gdy zacznę coś robić i stwierdzę, że nie sprawia mi to przyjemności, rezygnuję. Argument, że w programach partnerskich można zarobić całkiem przyzwoite pieniądze, był dla mnie niewystarczający, gdyż zbyt mało lubiłem ten sposób zarabiania. Do dzisiaj otrzymuję prowizje dzięki wysiłkom włożonym niegdyś w sprzedaż partnerską i bardzo się z tego cieszę — szczególnie gdy brakuje mi gotówki i okazuje się, że na moim koncie partnerskim znajduje się prowizja gotowa do wypłaty.

Równolegle ze sprzedażą partnerską zajmowałem się zgłębianiem wiedzy dotyczącej papierów wartościowych. Robert Kiyosaki w swoich książkach co prawda faworyzuje nieruchomości, jednak ja twierdzę, że papiery wartościowe są pod dwoma względami lepsze — są o wiele bardziej płynne oraz nie wymagają tak dużych nakładów inwestycyjnych w porównaniu do nieruchomości. Od samego początku wiedziałem, że

papiery wartościowe to aktywa stworzone dla mnie, choć nie od początku dane mi było odnosić sukcesy. Po pierwszej, nietrafionej decyzji zakupu jednostek uczestnictwa wiedziałem, że muszę inaczej podejść do papierów wartościowych, że informacje dostępne szeroko w internecie nie zawsze są godne zaufania.

Oto książki, które wywarły chyba największy wpływ na mój sposób myślenia o papierach wartościowych:

- William J. O'Neil, *Skuteczny inwestor*
- Benjamin Graham, *Inteligentny inwestor*
- Peter Lynch, *Pokonać giełdę*
- James Pardoe, *Jak to robi Warren Buffett?*

Ale od początku. Po moich nieudanych inwestycjach funduszowych zająłem się poważnym dokształcaniem na temat spekulacji giełdowych. Niestety, jak większość nowicjuszy zapoznałem się najpierw z metodami gry giełdowej, a nie inwestowania.

Trzeba dobrze zrozumieć różnicę między inwestowaniem a spekulacją. Spekulacją może być nie tylko gra giełdowa. W zasadzie wszędzie tam, gdzie występują zmiany cen, można się nią zająć. Spekulowanie to inaczej próba zarabiania na zmianach cen. Jeden z moich wykładowców na uczelni stwierdził, że realnego wzrostu gospodarczego nie można budować tylko na bazie wymiany papierków. Myślę, że określenie spekulacji giełdowych mianem wymiany papierków w zupełności oddaje jej charakter, bo na tym — jakkolwiek by było — ona polega. Spekulacja jest, innymi słowy, poszukiwaniem „większego frajera". Kupując papier wartościowy, spekulant ma nadzieję, że w przyszłości znajdzie się „większy frajer", który zechce ten papier od niego odkupić.

Z inwestowaniem jest trochę trudniej. Dzisiaj prawie wszystkie większe zakupy rzeczowe określa się mianem inwestowania. Ludzie mówią o inwestycjach nawet w kontekście zakupu samochodu! W literaturze przedmiotu istnieje wiele definicji inwestowania, na przykład taka: *jest to bieżące wyrzeczenie się konsumpcji w nadziei otrzymania zysków w przyszłości.* To chyba najpopularniejsza, akademicka definicja

inwestycji. Ja jednak preferuję definicję inwestowania Benjamina Grahama, którą można znaleźć w książce *Inteligentny inwestor*[8]:

> *Operacja inwestycyjna to taka, która na podstawie dokładnej analizy obiecuje bezpieczeństwo zainwestowanego kapitału oraz zadowalający zwrot. Operacje, które nie spełniają tych kryteriów, są spekulatywne.*

Myślę, że to najtrafniejsza z istniejących definicja inwestowania. Zwracam szczególną uwagę na zwroty „dokładna analiza" oraz „bezpieczeństwo kapitału", bo w spekulacji trudno jest odnaleźć element dokładnej analizy oraz bezpieczeństwa kapitału. Spekulacji bliżej do hazardu niż do inwestycji.

Jeśli chodzi o spółki giełdowe, inwestowanie w nie[9] polega na zakupie akcji na podstawie ich kondycji finansowej oraz czynników biznesowych, a nie na podstawie notowań przedstawionych na wykresach. W spekulacji zazwyczaj najprzydatniejszym narzędziem są wykresy, a w inwestycjach — sprawozdania finansowe.

Obecnie zajmuję się już tylko inwestowaniem, bo na spekulację szkoda czasu. Przez dwa lata spekulowania zarobiłem i nieco straciłem, prawdziwym kosztem jednak nie były poniesione straty, a tak naprawdę stracony czas oraz nadszarpnięte nerwy.

William J. O'Neil w *Skutecznym inwestorze*[10] proponuje system inwestycyjny zwany Can Slim, charakteryzujący się 80-procentową skutecznością. Jest on połączeniem analizy technicznej i fundamentalnej, służy do wyszukiwania spółek wzrostowych. Użytkownicy tego systemu

---

[8] Benjamin Graham, *Inteligentny inwestor*, Studio Emka, Warszawa 2006.

[9] Czyli w spółki giełdowe… bardzo ważne jest zrozumienie pewnej różnicy. Spekulant zarabia na giełdzie, natomiast inwestor za **pośrednictwem** giełdy. Inwestor zarabia na biznesie, w którym nabywa udziały, korzystając z rynku regulowanego, jakim jest giełda papierów wartościowych. Spekulant zaś nabywa papiery wartościowe na rynku i zarabia dopiero, gdy je sprzeda również na rynku.

[10] William J. O'Neil, *Skuteczny inwestor. Jak inwestować z zyskiem i unikać wielkich strat*, Studio Emka, Warszawa 2007.

utrzymują, że dzięki niemu udało im się zarobić kilkaset procent, a nierzadko nawet kilkadziesiąt **tysięcy** procent na akcjach spółek internetowych po roku 2000. O'Neil twierdzi, że jego system był porównywany z metodami inwestycyjnymi największych inwestorów wszechczasów, łącznie z metodami Warrena Buffetta, i wypadł naprawdę bardzo dobrze:

> *Od 1998 do 2002 roku Amerykańskie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (ASII), organizacja z siedzibą w Chicago, prowadziło w czasie rzeczywistym w zestawieniu miesiąc do miesiąca własne badania i analizę naszego systemu, który nazywamy Can Slim™ Inwestycyjne Narzędzia Badawcze. Stowarzyszenie porównało wyniki naszego systemu oraz reguł, które zostały zdefiniowane i omówione w mojej wcześniejszej książce* How to Make Money in Stocks*, z wynikami 52 innych powszechnie znanych systemów inwestycyjnych, w tym z wynikami metod Petera Lyncha i Warrena Buffetta. W artykule z kwietnia 2003 roku John Bajkowski z ASII, napisał:*
>
> *„(…) ASII przez pięć lat testowało skuteczność szerokiego wachlarza systemów weryfikacyjnych i nasza wykładnia podejścia Can Slim dowiodła, że jest to jeden z najbardziej konsekwentnych i skutecznych systemów weryfikacyjnych zarówno na rynkach byka, jak i niedźwiedzia"*[11].

Moim zdaniem jedynym naprawdę użytecznym rozdziałem *Skutecznego inwestora* jest ten zatytułowany „Krok 1. W jakim kierunku zmierza ogólny rynek?". O'Neil przedstawił w nim sposób wykrywania zmian trendów głównych indeksów giełdowych. Co prawda autor ma na myśli indeks Nasdaq, ale sprawdziłem proponowane kryteria obserwacji wolumenu oraz ceny i okazało się, że mają one zastosowanie również w polskiej rzeczywistości. Indeksy WIG oraz WIG 20 zachowują się zdecydowanie książkowo, dlatego też można stosować do ich notowań metody zaproponowane przez O'Neila. Trafność jego metod — również na warszawskim parkiecie — wynika z obserwacji pewnych niezmiennych aspektów psychologicznych zachowania graczy giełdowych, które są wspólne bez względu na narodowość.

[11] Tamże.

Problem pojawił się, gdy chciałem zastosować w praktyce opisane w książce formacje pojawiające się na wykresach poszczególnych spółek. Okazało się, że zachowanie cen polskich akcji z uwagi na małą płynność w porównaniu do akcji notowanych na zagranicznych rynkach nie cechują się żadnymi prawidłowościami, na które byłbym skłonny postawić własne pieniądze. Być może dla osób o większej skłonności do ryzyka nie stanowiłoby to przeszkody, jednak dla mnie nią było. Lepiej trzymać pieniądze w kieszeni, niż bezsensownie je tracić.

Postanowiłem też przetestować system Can Slim. Zanim zaprezentuję wyniki, pokrótce opiszę, na czym on polega. System ten składa się z 12 kroków, na podstawie których można wybrać spółkę wzrostową[12] w oparciu o jej kondycję finansową. Natomiast wspomniane już wcześniej formacje omawiane przez O'Neila służą do wyboru konkretnego momentu zakupu i sprzedaży akcji:

Etap 1. Obserwacja zysku przypadającego na jedną akcję. Należy szukać spółek, które w najbardziej aktualnym kwartale posiadają zysk przypadający na jedną akcję wyższy co najmniej o 25% w porównaniu z tym samym kwartałem roku poprzedniego.

Etap 2. Wzrost zysku na jedną akcję powinien przyspieszyć w ostatnich kwartałach.

Etap 3. Zysk netto za ostatnie 3 lata powinien rosnąć również w tempie przynajmniej 25% rocznie lub wyższym.

Etap 4. Tempo wzrostu sprzedaży w kilku ostatnich kwartałach powinno wynieść 25% na kwartał lub więcej.

Etap 5. Marża zysku po opodatkowaniu w ostatnim kwartale powinna plasować się na poziomie nowego szczytu.

Etap 6. Rentowność kapitału własnego (ROE) powinna mieścić się przynajmniej w granicach od 15% do 17% lub więcej.

Etap 7. Zysk (dodatnie saldo) z przepływu środków pieniężnych na jedną akcję powinien być wyższy od regularnego zysku w spółkach technologicznych.

Etap 8. Wskaźnik zysku na jedną akcję oraz wskaźnik siły względnej powinny wynosić 90 lub więcej.

[12] Czyli taką, której kurs akcji rokuje w najbliższej przyszłości znaczący wzrost.

Etap 9. Branża, w jakiej działa spółka, powinna zajmować jedno z najwyższych dziesięciu lub dwudziestu miejsc spośród 197 grup przemysłowych, których zachowanie bada Investor's Business Daily[13].

Etap 10. Spółka powinna mieć w akcjonariacie inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze inwestycyjne lub emerytalne.

Etap 11. Za plus należy uznać wykup akcji własnych na poziomie od 5% do 10% lub wyższym.

Etap 12. Trzeba rozumieć działalność spółki, której akcje zamierza się nabyć.

Powyższe kryteria systemu Can Slim powinny być spełnione łącznie. Najlepiej, jeśli do następnego etapu przechodzą spółki, które zaliczyły pozytywnie poprzedni etap. Na dwa miesiące przed napisaniem książki zdecydowałem się sprawdzić, czy na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych są spółki, które przeszłyby pozytywnie weryfikację parametrów systemu Can Slim[14]. Poniżej zamieściłem wyniki:

Kryterium etapu 1. spełniły następujące spółki:

- ABM Solid
- ABPL
- Budimex
- BZWBK
- CCC
- CEZ
- Cyfrowy Polsat
- Dom Development
- Elbudowa
- Eurocash
- Farmacol
- Getin Noble Bank

[13] I już widać pierwsze ograniczenie systemu Can Slim w polskich warunkach.

[14] Analizę przeprowadziłem w kwietniu 2010 roku w oparciu o dane dostępne w serwisie Bankier.pl, *http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/akcje.html*.

- KGHM
- Kredyt Inkaso
- Mennica
- Mostostal Warszawa
- PA Nova
- PBG
- Pozbud
- Simple
- Świecie
- TP SA
- Trakcja Polska
- TVN
- Żywiec

Etap 2. pozytywnie przeszła tylko jedna spółka — Elbudowa. Do następnych etapów nie zakwalifikowała się już żadna. Wniosek jest prosty — na warszawskim parkiecie brak jest spółek spełniających kryteria systemu Can Slim, nie ma zatem obiecujących spółek wzrostowych, na których można byłoby zarobić w najbliższym czasie poważne pieniądze. Poważnym mankamentem metody Can Slim jest konieczność ciągłego przeszukiwania spółek pod względem zadanych kryteriów. O'Neil dysponuje specjalnie zaprojektowanym do tego celu oprogramowaniem pozwalającym filtrować automatycznie spółki na podstawie wprowadzonych mierników. Na polskim rynku jedynym dostępnym narzędziem (które udało mi się znaleźć w internecie) dostosowanym do filtrowania spółek giełdowych według różnych kryteriów jest serwis Sindicator.net[15]. Dostęp do niego jest płatny.

[15] Testowałem ten system i okazało się, że nie nadaje się on do stosowania metody Can Slim. Umożliwia selekcję spółek według różnych wskaźników analizy finansowej, których ustalenia jednak w większości niewiele mówią o prawdziwej kondycji spółki. W dalszych rozdziałach zaprezentuję szereg wskaźników, których wykorzystywanie nie jest popularnie lansowane przez media, a które mówią bardzo dużo na temat kondycji finansowej przedsiębiorstwa.

Zachwalany system Can Slim, cechujący się rzekomo tak dobrą skutecznością, nie sprawdził się w polskich warunkach. Jestem przeciwny wszelkim systemom inwestycyjnym bez względu na to, jak bardzo rozsądnymi kryteriami się cechują czy jak duże zyski przynoszą. Człowiek nie lubi myśleć, dlatego pojawiają się ludzie tworzący mechaniczne strategie inwestycyjne zarówno na rynku analizy technicznej, fundamentalnej, jak i obu jednocześnie. Warto zwrócić uwagę na jedną rzecz: gdyby te systemy okazywały się skuteczne na każdym rynku i w każdych warunkach, na świecie nastąpiłby wysyp błyskawicznych milionerów. System Can Slim dostosowany jest w pełni do warunków amerykańskich. O'Neil ponadto uzależnia stosowanie tego systemu od informacji pochodzących z serwisu Investor's Business Daily, którego sam jest redaktorem. Podobnie jak wszelkie mechaniczne systemy transakcyjne działające w oparciu o dane historyczne oraz zachowanie wykresów notowań spółek, tak i Can Slim z czasem straci swoją skuteczność w związku ze zmieniającymi się warunkami rynkowymi. Należy zauważyć, że metody Petera Lyncha, Warrena Buffetta czy Johna Templetona sprawdzają się zawsze bez względu na konkretne uwarunkowania rynkowe, ponieważ opierają się na uniwersalnych zasadach inwestycyjnych (a właściwie jednej). Powrócę do nich jeszcze w dalszych rozdziałach.

Czytałem niegdyś na łamach „Forbes Inwestora", dodatku inwestycyjnego dołączanego do miesięcznika „Forbes", wypowiedź doradcy inwestycyjnego Roberta Nejmana, który komentował możliwość zastosowania strategii Warrena Buffetta w polskich realiach. W numerze miesięcznika zamieszczono również artykuł z dokładnymi kryteriami liczbowymi, którymi posługuje się Warren Buffett przy wyborze spółek do swojego portfela. Robert Nejman stwierdził, że próbował wielokrotnie stosować te metody w odniesieniu do polskich spółek, jednak za każdym razem przynajmniej jedno kryterium nie zostało spełnione. Podejrzewam, że zarówno redaktorzy miesięcznika „Forbes", jak i pan Nejman popełnili błąd w rozumowaniu — zamiast przyjrzeć się bardziej filozofii inwestycyjnej Buffetta, skupili się na jego kryteriach wyboru spółek. O ile filozofia Benjamina Grahama, na której bazuje Buffett, jest uniwersalna, o tyle konkretne zasady wyboru spółek muszą być dostosowane do specyfiki lokalnego rynku. Nie dziwię się więc, że konkretne kryteria, którymi posługuje się sam Buffett, nie zadziałały w odniesieniu do polskich

spółek. Rynek amerykański w porównaniu do polskiego rynku finansowego ma się tak, jak duży głaz do małego kamyczka. Wydaje się, że ludzie posiadający naprawdę potężną wiedzę z zakresu analizy finansowej nie uwzględnili tak oczywistego, choć dobrze zakamuflowanego założenia filozofii — inwestowania w oparciu o wartość.

Po zakończeniu lektury *Skutecznego inwestora* postanowiłem zająć się spekulacją na ropie naftowej, spółce LC Corp i Mostostal Zabrze oraz certyfikatach strukturyzowanych na indeks WIG 20. Wyniki spekulacji z wykorzystaniem obserwacji wolumenu oraz ceny okazały się całkiem zadowalające, ale zgodnie z tym, co napisałem wcześniej, były w mojej opinii zbyt niskie, aby w pełni pokryć straty psychologiczne[16].

Szczerze mówiąc, miałem po wyżej wspomnianych przygodach dość spekulacji oraz ciągłego szarpania się z rynkiem. Stwierdziłem, że czas zająć się czymś poważniejszym — inwestowaniem. Znamienne jest stwierdzenie Warrena Buffetta, według którego warto osiągać zyski tylko trochę lepsze niż rynek, ale stale, zamiast poszukiwać jednej ponadprzeciętnej transakcji. Przyznaję mu rację, bo przez cały czas spekulowania poszukiwałem raczej jednej ponadprzeciętnej transakcji niż stałych wyników inwestycyjnych. Bez względu jednak na to, ile będzie się mówić o metodach Buffetta czy innych inwestorów, i tak ludzie będą zmierzali ku spekulacji, która wbrew pozorom jest o wiele bardziej skomplikowana niż czytanie sprawozdań finansowych.

[16] Zbyt dużo zszarpanych nerwów ☺

2.
Dylemat zaufania swojej wiedzy

Muszę uzupełnić swoje wcześniejsze rozważania o pewną ważną informację. Otóż równolegle z doskonaleniem metod spekulacji poznawałem Warrena Buffetta oraz zasady inwestowania w oparciu o wartość. Miałem również w pamięci słowa Roberta Kiyosakiego, który w swoich książkach pisał, że bogaty ojciec kazał jemu i swojemu synowi czytać sprawozdania finansowe, po to, aby zaczęli rozumieć, co jest w nich napisane. Twierdził też, że prawdziwy inwestor powinien znać zarówno analizę techniczną, jak i fundamentalną. Z analizą techniczną zapoznałem się dzięki książce Johna Murphy'ego[1]. Później usystematyzowałem swoją wiedzę poprzez lekturę *Skutecznego inwestora* Williama O'Neila. Po udanym obrocie certyfikatami strukturyzowanymi na ropę naftową (rysunek 2.1) oraz po zysku odnotowanym na akcjach LC Corp (rysunek 2.2) wiedziałem, że mogę coraz bardziej ufać swoim umiejętnościom czytania wykresów. Z łatwością rozpoznałem

[1] John J. Murphy, *Analiza techniczna rynków finansowych*, WIG PRESS, Warszawa 1999.

Rysunek 2.1. *Na tej transakcji zarobiłem prawie 2500 zł*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu gielda.onet.pl.

Rysunek 2.2. *Wykres notowań akcji spółki LC Corp od lutego 2009 roku*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu gielda.onet.pl.

dołek z lutego 2009 roku będący końcem bessy rozpoczętej latem 2007 roku (rysunek 2.3).

Rysunek 2.3. *Wykres indeksu WIG od lutego 2009 roku obrazujący dołek bessy*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu gielda.onet.pl.

Przyszedł więc czas, aby nauczyć się czytać sprawozdania finansowe. Wiedziałem już wcześniej, czym jest inwestowanie w oparciu o wartość, znałem kryteria wyboru spółek preferowane przez Warrena Buffetta, ale miałem problem — nie wiedziałem, czy mogę zaufać swojej wiedzy finansowej. Wciąż nie potrafiłem sprecyzować znaczenia terminów: **wspaniała spółka, dobrze zarządzana**. Są to bardzo niejasne pojęcia, które mogą być różnie interpretowane — w zależności od osobistych preferencji. W głowie cały czas miałem cytat z książki *Jak to robi Warren Buffett?*[2]:

Strategia kup i trzymaj nie sprawdzi się w przypadku złej spółki.

To był poważny problem. Nie miałem pewności, czy jestem w stanie dobrze zinterpretować poszczególne pozycje sprawozdania finansowego, nie wiedziałem, na co zwracać uwagę, co jest istotne w przypadku analizy sprawozdania pod kątem decyzji inwestycyjnej. Postanowiłem zatem dowiedzieć się, jak analizować kondycję finansową oraz biznesową spółek giełdowych.

---

[2] James Pardoe, *Jak to robi Warren Buffett? 24 genialne strategie największego na świecie inwestora giełdowego*, Studio Emka, Warszawa 2007.

Wspomniałem już o książce polecanej każdemu inwestorowi giełdowemu — jest nią *Inteligentny inwestor* Benjamina Grahama. Zabierałem się kilkakrotnie do lektury tej pozycji, poddawałem się jednak, ponieważ nie rozumiałem użytych w niej różnych pojęć ekonomicznych. Błędnie założyłem, że znajdę w tej książce gotowe wskazówki, algorytmy inwestycyjne, dzięki którym dowiem się, czy spółka znajduje się w dobrej kondycji, czy nie. Tymczasem *Inteligentny inwestor* to książka, której głównym celem jest zmiana poglądów czytelnika na temat giełdy oraz papierów wartościowych. Podczas lektury nie chodzi o to, by wyłapać konkretne szczegóły, lecz by pojąć filozofię inwestycji giełdowych w stylu Benjamina Grahama. W książce zostały zaprezentowane oraz omówione dwa sposoby wyboru spółek w oparciu o różne kryteria. Graham wziął pod uwagę zarówno inwestora defensywnego, jak i agresywnego[3].

Kryteria wyboru spółek dla inwestora defensywnego:

1. Stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych powinien wynosić przynajmniej 2 do 1, natomiast stosunek zobowiązań długoterminowych do aktywów obrotowych netto nie powinien przekraczać jedności.
2. Zyski wykazane w każdym z ostatnich 10 lat.
3. Dywidendy wypłacane przez ostatnie 20 lat w sposób niezakłócony.
4. Przez ostatnie 10 lat wzrost dochodów co najmniej o $^1/_3$ w stosunku do średniej z trzech pierwszych i trzech ostatnich lat.
5. Cena/zysk $\leqslant$ 15.
6. Cena/wartość księgowa $\leqslant$ 1,5.
7. (Cena/zysk) $\times$ (cena/wartość księgowa) $\leqslant$ 22,5.

[3] Inwestor defensywny to taki, który nie ma zbyt wiele czasu na śledzenie danych finansowych na bieżąco. Inwestor ten jest zorientowany na w miarę rzadką modyfikację swojego portfela papierów wartościowych. Inwestor agresywny ma natomiast czas i wiedzę, które może wykorzystać do poszukiwania okazji inwestycyjnych, ma możliwości dokonywania częstszej rotacji papierów wartościowych swojego portfela.

Kryteria wyboru spółek dla inwestora agresywnego:

1. Stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych powinien wynosić przynajmniej 1,5, natomiast stosunek zobowiązań długoterminowych do aktywów obrotowych netto nie powinien przekraczać 1,1 (dla spółek przemysłowych).
2. Brak straty wykazanej w każdym z ostatnich 5 lat obrotowych.
3. Bieżąca wypłata dywidend.
4. Zyski z ostatniego roku wyższe niż roczne sprzed 5 lat.
5. Cena/wartość księgowa $\leqslant 1{,}2$.

Z analizy powyższych kryteriów wynikają dwa wnioski. Po pierwsze spółki, które wejdą w skład portfela inwestora defensywnego, powinny spełniać więcej kryteriów, które są bardziej restrykcyjne niż w przypadku inwestora agresywnego. Po drugie Graham kładzie w obu przypadkach bardzo duży nacisk na wypłatę dywidend. Natomiast inwestor agresywny nie dość, że może sobie pozwolić na analizę spółek w oparciu o mniejszą liczbę kryteriów, to dodatkowo są one łagodniejsze. Nic w tym dziwnego, ponieważ pierwszy inwestor posiada mniej wiedzy inwestycyjnej, natomiast drugi jest zorientowany na ciągłe dokształcanie. Kryteria wyboru spółek zaprezentowane w *Inteligentnym inwestorze* dały mi pierwsze pojęcie o tym, co znaczy dobra kondycja finansowa spółki. Były one punktem wyjścia do dalszych rozważań i poszukiwań.

Przełomową książką w mojej przygodzie inwestycyjnej była książka *Pokonać giełdę*[4] Petera Lyncha. Lynch jest emerytowanym zarządzającym aktywami funduszu inwestycyjnego Fidelity Magellan. Książka, napisana łatwym do zrozumienia językiem, jest swego rodzaju powieścią inwestycyjną dla każdej osoby chcącej zgłębić sposoby inwestowania w spółki giełdowe. *Pokonać giełdę* to istna kopalnia wiedzy na temat metod, które wykorzystywał Peter Lynch podczas swojej pracy w funduszu inwestycyjnym. Na uwagę zasługują przede wszystkim zasady Lyncha, które wytłuszczono oraz opatrzono numeracją. Nie będę przytaczał konkretnych przykładów tych reguł — zainteresowanych odsyłam do najbliższego Empiku.

[4] Peter Lynch, *Pokonać giełdę*, Studio Emka, Warszawa 2009.

Najważniejsze były moje przemyślenia i wnioski po przeczytaniu książki Petera. Wiele zasad, z którymi zetknąłem się w *Pokonać giełdę*, znałem już z książki Grahama. Okazuje się, że inny legendarny inwestor, John Templeton, również stosował podobne zasady inwestycyjne jak Lynch, Buffett czy Graham. Niegdyś uważałem, że jedynym słusznym stylem inwestycyjnym jest styl Buffetta, jednak z biegiem czasu zauważyłem coś innego. Otóż John Templeton, Warren Buffett, Benjamin Graham czy Peter Lynch stosowali jednakową filozofię inwestycyjną, ale szczegóły techniczne dostosowywali do własnych wymagań. (Przez szczegóły techniczne rozumiem konkretne kryteria finansowe, którymi kierowali się ci inwestorzy). Jednak nawet ich kryteria szczegółowe są na wielu płaszczyznach zadziwiająco podobne. Na podstawie obserwacji i analiz wychwyciłem najważniejsze składniki filozofii inwestorów giełdowych[5]:

Strategia Grahama

1. Duże spółki o stabilnej kondycji finansowej, uznanej marce, niemal monopolistycznej pozycji rynkowej
2. Koniecznie muszą wypłacać dywidendy.
3. Wskaźnik płynności bieżącej minimum 1,5, a najlepiej, jeśli wynosi 2.
4. Spółka musi generować zyski, które powinny rosnąć w tempie 3% rocznie.
5. Cena zakupu niższa od wartości, domyślnie jest to $^2/_3$ wartości kapitału obrotowego netto.
6. Dochód wyższy od wartości kosztów stałych, im więcej tym lepiej.
7. Zobowiązania długoterminowe/aktywa obrotowe netto $\leqslant 1$, ewentualnie stosunek może wynieść najwyżej 1,1.
8. Ignorowanie krótkoterminowych wahań.
9. Trzymanie długoterminowe bez względu na wahania.

[5] Wyliczenie kryteriów pochodzi z moich prywatnych notatek — starałem się możliwie zwięźle zawrzeć w poszczególnych punktach sens filozofii inwestycyjnej, nie dbając zbytnio o konsekwentny zapis sformułowań.

10. Wymiana akcji, tylko jeśli nowa pozycja przyniesie poprawę sytuacji, a jeśli nie — lepiej nie robić nic.
11. Koncentracja inwestycji.
12. Kupowanie spółek wartościowych.

Strategia Buffetta

1. Dobrze zarządzana spółka o korzystnych perspektywach długoterminowych.
2. Solidne fundamenty.
3. Ważny jest wzrost przychodów ze sprzedaży.
4. Wysokie marże.
5. Niemal monopolistyczna pozycja w danej branży.
6. Brak zadłużenia, konserwatywni zarządzający.
7. Reszta jak u Grahama.
8. ROE minimum 15%.
9. Duże spółki o wysokiej kapitalizacji.
10. Trzymanie bez względu na kondycję rynkową.
11. Dywidendy!
12. Twoje decyzje są dobre, jeśli wynikają z dobrego toku rozumowania.
13. Wartość to zdyskontowane przyszłe przepływy pieniężne.
14. Inwestowanie w spółki, których działalność się rozumie.
15. Jeśli zarząd zachowuje się w sposób wystawny, to szkoda czasu na taką spółkę.
16. Im mniej kolorowe prospekty, tym lepiej. Im bardziej przejrzyste, tym lepiej.
17. Brak opcji menedżerskich.
18. Im większe pakiety akcji ma zarząd, tym bardziej zależy mu na dbałości o wartość spółki.
19. Strategia kup i trzymaj nie sprawdzi się w przypadku złych spółek.
20. Koncentracja inwestycji.
21. Kupowanie spółek wartościowych.

Strategia Lyncha

1. Małe spółki są nie tylko piękne, ale i dochodowe.
2. Cena/zysk nie powinien przekraczać stopy wzrostu spółki.
3. Ważne czynniki: tempo ekspansji firmy, koszty, obroty, zapasy, stopień nasycenia rynku.
4. Redukcja kosztów, poprawa rentowności, zarabianie pieniędzy na słabym rynku.
5. Szukanie świetnych spółek w kiepskich branżach.
6. Kapitał własny/aktywa to fundamentalny wskaźnik kondycji finansowej.
7. Zawsze się znajdzie ktoś, kto powie, że źle robisz, Ty powinieneś mieć wiarę we własne możliwości.
8. Wyszukiwanie akcji powszechnie niedocenianych.
9. Kupowanie akcji z rabatem, czyli poniżej ich wartości, którą łatwo można określić na podstawie porównań z podobnymi spółkami w branży.
10. Trzeba rozumieć to, co się kupuje, nie da się zarabiać na akcjach, przed którymi ma się obawy.
11. Wystawny i popisujący się zarząd nie jest warto naszego czasu.
12. Bardzo możliwe, że najlepsze akcje do kupienia to te, które już posiadasz.
13. Kupuj coś, co lubisz i znasz.
14. W biznesie najbardziej korzystna jest całkowita dominacja.
15. Kupuj akcje tej spółki, która w prospekcie ma mniej kolorowych obrazków.
16. Warto rozważyć strukturę zadłużenia.
17. Niskie koszty działalności.
18. Sknery w dyrektorskich garniturach.
19. Unikają długów.
20. Pracownicy są dobrze opłacani, dzięki czemu zależy im na przyszłości firmy.

21. Wyszukiwanie nisz i sektorów, które inni przeoczyli.

22. Osiągają szybki wzrost.

23. Skromne sale konferencyjne, rozsądne pensje dyrektorskie, zmotywowani pracownicy, niewielkie zadłużenie to nadzwyczajne wyniki.

24. Ludzkie zarządzanie, oszczędzanie na wszystkim i znalezienie niezwykłej niszy.

25. Coroczne podwyższanie dywidend.

26. Dobry portfel wymaga regularnego sprawdzania, powiedzmy co 6 miesięcy.

27. Nie można kupić i zapomnieć.

28. Sprawdzanie, czy cena wygląda atrakcyjnie do zysków; co firma zrobiła, aby podwyższyć zyski?

29. Technika wyboru: zaniżone ceny akcji spółek w sektorach i branżach niecieszących się popularnością.

30. Koncentracja inwestycji — 5 spółek to rozsądna liczba.

Wspólne cechy

1. Kupowanie spółek wartościowych.

2. Cena akcji zaniżona.

3. Dobra kondycja finansowa i dobre zarządzanie, nadzwyczajne i dobre wyniki.

4. Kupowanie tego, co się rozumie i czego się nie boi.

5. Rozpoznanie terenu.

6. Koncentracja, a nie dywersyfikacja.

7. Wyszukiwanie spółek na czołowych pozycjach w danej branży.

8. Niezależne myślenie, myślenie na własny rachunek.

9. Niesłuchanie analityków.

Pragnę zaznaczyć, że nie należy traktować szczegółów inwestycyjnych każdego z wyżej wymienionych inwestorów jak dogmatów. Chcę, aby było jasne, że podstawą powyższych strategii jest wyszukiwanie wartościowych

spółek po korzystnej cenie. Indywidualne kryteria inwestorzy dobierają sami do swoich własnych preferencji. Buffett i Graham lubią duże spółki o iście monopolistycznej pozycji w branży, natomiast Lynch twierdzi, że *małe jest nie tylko piękne, ale bywa także dochodowe.* Pamiętam, że gdy pierwszy raz poznałem filozofię wyboru spółek Warrena Buffetta, tak jak on nie zajmowałem się poszukiwaniem spółek technologicznych. Buffett twierdzi, że nie inwestuje w branżę nowych technologii, bo najzwyczajniej nie potrafi przewidzieć jej rozwoju. Błędnie jednak założyłem, że należy w ogóle unikać spółek technologicznych. W książce *Portfel Warrena Buffetta*[6] Robert Hagstrom przytacza przykład osoby zarządzającej funduszami inwestycyjnymi, która wybiera zgodnie z zasadami Buffetta właśnie spółki technologiczne. Rzekomo spółka AOL spełnia kryteria długoterminowego inwestora. Tym, na co Buffett pragnie położyć nacisk, jest głównie zrozumienie działalności spółki oraz określenie jej rzeczywistej wartości.

Na podstawie przeczytanych książek o inwestycjach giełdowych oraz książek Roberta Kiyosakiego stworzyłem własne prawa bogactwa, które stanowią w moim życiu podstawę wszelkich decyzji finansowych. Oto one:

1. Kupuj i/lub twórz wartość.
2. Im jest ona wyższa, tym lepiej.
3. Jeśli kupujesz wartość, kupuj ją w promocji, czyli po cenie niższej, niż dane aktywa są w rzeczywistości warte.
4. Jeśli tworzysz wartość, spraw, aby ludzie chcieli za nią przepłacić, czyli zapłacić więcej, niż dane aktywa w rzeczywistości są warte.

Warto przyjrzeć się dokładniej powyższym zasadom, bo nie są one nowatorskie. Jeśli dobrze zrozumieć zachowanie ludzi, okazuje się, że każdy te zasady zna, jednak większość ludzi stosuje je wszędzie tam, gdzie pierwiastek inwestycyjny nie jest obecny. Wystarczy przyjrzeć się kobietom dokonującym zakupów odzieżowych — każda szuka ubrań dobrej jakości w promocyjnej cenie. Czy nie jest to zatem płacenie mniej za coś,

[6] Robert G. Hagstrom, *Portfel Warrena Buffetta. Potęga strategii inwestowania skoncentrowanego*, WNT, Warszawa 2001.

co w rzeczywistości jest warte więcej? Kupno samochodów, domów, sprzętu AGD czy czegokolwiek innego odbywa się w taki sam sposób. Ludzie chcą zawsze kupić coś wartościowego w atrakcyjnej cenie. Dlaczego więc nikt nie chce kupować akcji wartościowych spółek, gdy są one bardzo mocno niedowartościowane? Dlaczego gros uczestników rynku kupuje, gdy papiery wartościowe są mocno przewartościowane? Takie zachowanie zdaje się przeczyć logice, tym bardziej że każdy traktuje kupowanie w promocji jako bardzo atrakcyjne, nawet intuicyjnie.

Pamiętam, że gdy czytałem książkę *Młody, bogaty rentier*[7], znalazłem w niej fragment dotyczący tego, o czym napisałem wyżej, mianowicie kupowania wartościowych aktywów w promocji. Oto ów cytat:

— Co środę, gdy supermarkety ogłaszają cotygodniowe promocje artykułów spożywczych, rodzice przeglądają ulotki i ustalają swój tygodniowy plan wydatków na jedzenie. Szukają wyprzedaży i bonów z działu spożywczego. Zajmuje im to mnóstwo czasu. Prawdę mówiąc, nasze domowe menu oparte jest na towarach z wyprzedaży.

— Co robią potem? — zapytał bogaty ojciec.

— Jeżdżą po różnych supermarketach i kupują produkty z ulotek promocyjnych. Są przekonani, że mnóstwo w ten sposób oszczędzają.

— Niewątpliwie — przyznał bogaty ojciec. — Czy podobnie postępują, kupując ubrania?

— Tak — potwierdziłem. — Tak samo robią, gdy zamierzają kupić samochód, nowy lub używany. Chcąc zaoszczędzić, poświęcają sporo czasu na zakupy.

(…)

— Czy jest w tym coś złego?

— Nie — zaprzeczył bogaty ojciec. — Nie ma w tym nic złego. To po prostu odmienna rzeczywistość.

— Pan nie postępuje tak samo?

Bogaty ojciec zachichotał.

---

[7] Robert T. Kiyosaki, Sharon L. Lechter, *Młody, bogaty rentier*, Instytut Praktycznej Edukacji, Osielsko 2002.

— Czekałem na to pytanie. Teraz mogę udzielić ci jednej z najważniejszych rad w twoim życiu.

— Chce pan powiedzieć, że nie robi pan tego samego co moi rodzice? — zapytałem ponownie, wciąż oczekując odpowiedzi na poprzednie pytanie.

— Nie — zaprzeczył. — Ale chcę ci uświadomić, że postępuję dokładnie tak samo, jak oni. Zresztą byłeś już świadkiem takiego działania.

— Jak to? — zapytałem. — Jeździ pan po sklepach, by zapełnić zamrażarkę? Nie sądzę, abym kiedykolwiek widział, jak robi pan coś takiego.

— Bo nie widziałeś — przyznał bogaty ojciec. — Widziałeś jednak, jak kupuję inwestycje z wyprzedaży, aby wypełnić nimi mój portfel inwestycyjny.

Zamyśliłem się.

— Kupuje pan, by wypełnić swój portfel, a moi rodzice, by wypełnić zamrażarkę? Czy to znaczy, że wykonuje pan te same czynności, lecz kupuje pan inne rzeczy, by wypełnić nimi coś innego?

(…)

— Robi pan tak samo, lecz moi rodzice coraz bardziej ubożeją, pan zaś się bogaci. Czy o to chodzi w tej lekcji? — zapytałem.

Bogaty ojciec kiwnął głową.

Na inwestycyjne wyprzedaże zwraca również uwagę Peter Lynch w przywoływanej już książce *Pokonać giełdę*. Lynch twierdzi, że prawdziwego inwestora bardziej cieszy spadek wartości indeksu o kolejne 300 punktów niż zwyżka o taką samą wartość. Benjamin Graham w *Inteligentnym inwestorze* prezentuje koncepcję „Pani Giełdy" (niektórzy określają ją mianem koncepcji „Pana Rynku"), która wpada w euforię oraz depresję, stwarzając tym samym okazje do zakupu akcji wartościowych spółek w promocyjnych cenach. Zatem niezrozumiałym się wydaje zachowanie polegające na sprzedawaniu w dołkach i dokonywaniu zakupów na szczytach cykli giełdowych. Wielu amatorów rzeczywiście tak robi! Ja również wpadłem w tą pułapkę podczas wspomnianego już zakupu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

W przeszłości popełniłem wiele błędów i wiele się na nich nauczyłem. Przeczytałem różne książki na temat inwestowania oraz giełdy papierów wartościowych — i te dostępne dla szerszego grona odbiorców, i te typowo naukowe, akademickie. Wszystkie informacje, do których dotarłem, stały się punktem wyjścia do budowania własnej strategii inwestycyjnej. Pod pojęciem strategii rozumiem własne kryteria wyboru spółek, które każdy inwestor musi dostosować do siebie. Różnimy się temperamentem, inwestorzy niekoniecznie preferują te same rodzaje biznesu, sprecyzowanie własnych preferencji w tym zakresie wydaje się zatem niezbędne.

3.

Wykłady akademickie

Jestem człowiekiem dociekliwym, zawsze mam mnóstwo pytań i wątpliwości. Niewiele zagadnień staje się dla mnie w zupełności jasnych po jednokrotnym wytłumaczeniu. Zazwyczaj nasuwa mi się jakaś wątpliwość, której tłumaczący nie wziął pod uwagę. Moja dociekliwość bywa istnym przekleństwem wykładowców — to oni zazwyczaj są adresatami moich pytań. Po dwóch semestrach studiów dochodziło nawet do tego, że niektórzy prowadzący zajęcia po ich zakończeniu uciekali przede mną, bo wiedzieli, że koniec zajęć jest moją ulubioną porą na wyjaśnianie wątpliwości. Zdarzyła się sytuacja, w której pewna pani doktor otwarcie oświadczyła, że nie będzie ze mną rozmawiała po zajęciach, ponieważ w przeszłości przetrzymałem ją po wykładzie przez 10 minut i zamęczałem różnymi pytaniami. Ugruntowanie informacji o wskaźnikach i sytuacji finansowej spółek giełdowych nastąpiło na czwartym semestrze studiów finansowych w ramach przedmiotu noszącego nazwę „finanse przedsiębiorstw". Na szczęście pani prowadząca te zajęcia okazała mi bardzo dużo cierpliwości, dyskutując ze mną na tematy związane z zagadnieniami finansowymi. To dzięki niej potwierdziłem swoje

wcześniejsze wnioski oraz skorygowałem błędne myślenie w wielu obszarach, a w efekcie dzisiaj ufam swojej wiedzy i nie mam już wątpliwości, że spółki, które wybieram, posiadają solidne fundamenty.

Byłem jedną z niewielu osób w mojej grupie studenckiej, która od samego początku zgłębiania przedmiotu nie miała problemów ze zrozumieniem zagadnień związanych z przedsiębiorstwami. Moi znajomi siedzieli zwykle na tych zajęciach jak na tureckim kazaniu, nie wiedząc często, co prowadząca pragnie nam przekazać. Większość osób ograniczyła się do pamięciowego przyswojenia zagadnień podanych na zajęciach. Ja wiedziałem, że przedmiot ten jest najważniejszym przedmiotem w programie nauczania i muszę dobrze wykorzystać cały semestr, aby osiągnąć to, czego tak wytrwale szukam.

Przedmiot finanse przedsiębiorstw wymagał dużej aktywności z mojej strony, bo gdybym tylko ograniczył się do wysłuchania prelekcji, nigdy nie dowiedziałbym się tego, czego naprawdę chciałem, zatem pytania z mojej strony były konieczne. Na finansach przedsiębiorstw dowiedziałem się nareszcie, jak interpretować ROE, czyli rentowność kapitału własnego, muszę jednak podkreślić, że nie jest to interpretacja typowo książkowa, bo ona niczego w zasadzie nie mówi. Dowiedziałem się wiele na temat płynności, co jest chyba najważniejszym aspektem podczas badania kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Połączyłem wiedzę, którą zdobyłem na finansach przedsiębiorstw, z wiedzą inwestycyjną zdobytą z książek, o których pisałem we wcześniejszych rozdziałach. Szczegóły związane z zagadnieniami finansowymi, które na razie zasygnalizowałem, wyjaśnię już niedługo. Proszę o odrobinę cierpliwości.

Przy okazji chcę zwrócić uwagę na pewien fakt. Otóż wielu wykładowców uczelnianych pomogło mi w zrozumieniu zagadnień inwestycyjnych, które obejmowały takie dziedziny jak prawo, rachunkowość, matematyka finansowa oraz finanse[1]. Zawsze przy tym dziwiło mnie, że

[1] I jestem im za to niezmiernie wdzięczny, bo kto wie, ile bym się jeszcze męczył, gdybym musiał zupełnie sam zmagać się z zasadami świata inwestycji. Pewnie długo.

wykładowcy, zamiast pracować na uczelni za marne pieniądze, sami nie zajmują się inwestowaniem, skoro posiadają tak rozległą wiedzę. Po wielu rozmowach z różnymi naukowcami, zorientowałem się, czym jest spowodowana owa bierność w działaniu. (Zaznaczam, że nie chcę nikogo obrażać, pragnę tylko przestrzec innych zwolenników bezkrytycznego podążania za tym, co mówią profesorowie, doktorzy habilitowani i inni teoretycy z tytułami naukowymi, gdyż nie wszystko to, co głoszą, działa w praktyce. Ich wiedza jest świetnym fundamentem, na którym można się początkowo oprzeć, jednak nie wolno wyłącznie na tym poprzestawać).

Środowisko akademickie uwielbia utrudniać życie. Naukowcy lubują się w tym, co jest skomplikowane i zawiłe. Książki naukowe są niezrozumiałe dla przeciętnego czytelnika z uwagi na wyjaśnianie prostych zagadnień skomplikowanymi sformułowaniami. Treści, które środowisko akademickie przekazuje, są tymczasem tak łatwe, że nawet przedszkolak by je pojął, tylko… trzeba by je wyjaśnić w sposób przystępny. Tak więc naukowcy żywią się zawiłościami i tylko dzięki temu mogą przetrwać. Zawsze się zastanawiałem, dlaczego książki w prosty sposób wyjaśniające na pozór skomplikowane zagadnienia są krytykowane przez naukowców. One odbierają owym ludziom źródło utrzymania! Środowisko akademickie utrzymuje się wszak z utrudniania życia innym. Im bardziej ktoś potrafi coś skomplikować, tym wyższy stopień naukowy otrzymuje. Tak to działa.

Dla odmiany: życie lubi to, co proste. W praktyce działają łatwe do zrozumienia koncepcje. Duże pieniądze nie płyną do ludzi utrudniających życie innym, tylko do tych upraszczających rzeczywistość. W swoich książkach Robert Kiyosaki twierdzi, że duże pieniądze zarabia się też w biznesach, które w jakiś sposób upraszczają życie. Gdy po raz pierwszy zapoznałem się z tym stwierdzeniem, zacząłem się zastanawiać, czy rzeczywiście tak jest. Otóż jeśli spojrzeć na przedsiębiorstwa istniejące wokół nas, na przykład wodociągowe, komunikacyjne, paliwowe itd., widać, że dzięki tym firmom życie jest prostsze. Gdyby nie przedsiębiorstwa wodociągowe, do dzisiaj chodzilibyśmy po wodę do studni albo do rzeki. Gdyby nie rafinerie, sami musielibyśmy produkować paliwo.

Kantor wymiany walut, dom maklerski i bank[2] pobierają opłaty za to, że w jakiś sposób uprościły człowiekowi życie. Wystarczy przyjrzeć się stylowi życia pracowników akademickich oraz biznesmenów, żeby zrozumieć to, o czym mówię. Pieniądze mają ci, którzy stosują proste koncepcje. Spekulanci, mimo że zarabiają sporo, nigdy nie zgromadzą takiego majątku jak inwestorzy — to oni działają w sposób prostszy. Chociaż bywa tak, że to, co łatwe, nie jest ekscytujące, a czasem nawet trąci nudą…

Warren Buffett był wielokrotnie krytykowany przez środowiska akademickie za swoje koncepcje inwestycyjne. Wystarczy się jednak przyjrzeć tym, którzy mają pieniądze, oraz tym, którym ich nieustannie brakuje. Kogo chętniej posłuchamy, a kogo powinniśmy słuchać? Buffett mówi:

> *Inwestowanie nie polega na rozwiązywaniu trudnych ekonomicznych problemów, tylko na ich unikaniu. Inwestowanie zasadza się na szukaniu odpowiedniego momentu i pokonaniu niskiej przeszkody, a nie na zdobyciu nadzwyczajnych umiejętności potrzebnych do przeskoczenia wysokiego płotu*[3].

Środowisko akademickie uwielbia natomiast przeskakiwanie wysokiego płotu, bo cóż to byłby za prestiż płynący z pokonania łatwej przeszkody? Tymczasem w rzeczywistym świecie nie o to chodzi.

> *Inwestując, stosuj proste techniki. Rób to, co łatwe i oczywiste, nie szukaj skomplikowanych odpowiedzi na zagmatwane pytania*[4].

---

[2] Już słyszę komentarze sceptyków, że gdyby nie banki, nie byłoby kryzysów finansowych itd. Ale gdzie każdy z nas trzymałby wtedy własne pieniądze? W skarpecie? Domy maklerskie również znacząco uprościły inwestowanie, ponieważ aby móc kupować papiery wartościowe notowane na rynku regulowanym, trzeba być członkiem giełdy, co wiąże się z bardzo dużymi kosztami, jak na inwestora indywidualnego. Gdyby nie brokerzy, wątpię, czy tak szeroką rzeszę inwestorów indywidualnych, która dokonuje obecnie transakcji giełdowych, byłoby w ogóle stać na wykup członkostwa.

[3] James Pardoe, *Jak to robi Warren Buffett. 24 genialne strategie największego na świecie inwestora giełdowego*, Warszawa, Studio Emka 2007

[4] Ibidem

Wracamy do finansów przedsiębiorstw — w ramach zajęć omawialiśmy modele wyceny firm bazujące na ekonomicznej wartości dodanej[5] i rynkowej wartości dodanej. Krótko wyjaśnię, na czym polegają te modele. Zacznę od koncepcji MVA (*Market Value Added*), czyli rynkowej wartości dodanej. Właściciel firmy inwestuje w nią na początku działalności, na przykład 100 000 zł, potem firma wchodzi na giełdę i po 5 latach notowania akcji jej wartość wynosi 600 000 zł. Wartość zainwestowanego kapitału zwiększyła się zatem sześciokrotnie. Nadwyżka wartości kapitału na rynku nad kapitałem pierwotnie zainwestowanym nie jest niczym innym, jak tylko rynkową wartością dodaną. Gdyby wartość firmy na giełdzie wyniosła 80 000 zł, MVA równałaby się –20 000 zł, gdyż o tyle wartość firmy uległaby zmniejszeniu. Oczywiście każdy inwestor chce, aby MVA była dodatnia, nie ujemna, a jeśli dodatnia — to najlepiej wysoka. Koncepcja EVA bazuje na koszcie kapitału. Koszt kapitału to po prostu kwota, jaką należy wydać, aby pozyskać fundusze, na bazie których przedsiębiorstwo może funkcjonować[6]. Jeśli spółka działa na początku swojej działalności wyłącznie w oparciu o kredyt, to kosztem kapitału będzie stopa procentowa zbliżona do stopy oprocentowania kredytu[7]. Innymi słowy, koszt kapitału można zdefiniować w bardzo prosty sposób: ile muszę wydać pieniędzy, aby pozyskać określoną ilość środków potrzebnych do funkcjonowania przedsiębiorstwa? Jeśli w trakcie działalności firma wypracowuje zyski

[5] Wszystkich zainteresowanych poszerzeniem wiedzy na temat EVA, czyli ekonomicznej wartości dodanej, odsyłam do książki dr Ewy Maćkowiak: *Ekonomiczna wartość dodana EVA. Miernik oceny kondycji finansowej i wartości przedsiębiorstwa*, Warszawa, PWE 2009. Nie jest to jednak temat łatwy. Każdy, kto chce zapoznać się z tą książką, powinien posiadać elementarną wiedzę z zakresu finansów przedsiębiorstw oraz rachunkowości.

[6] Moim zdaniem definicja ta w pełni oddaje sens kosztu kapitału, chociaż środowisko akademickie się ze mną pewnie nie zgodzi. Koszt kapitału jest kosztem od strony przedsiębiorstwa, natomiast od strony inwestora nie jest niczym innym, jak stopą zwrotu z inwestycji.

[7] Stopa kredytu nie jest stricte kosztem kapitału, dopiero gdy pomniejszymy ją o podatek, wtedy takim kosztem się staje. Koszt kredytu wyliczamy ze wzoru: stopa oprocentowania kredytu×(1–T), gdzie T jest stopą podatku od zysków kapitałowych — w polskich warunkach będzie to 19%.

przekraczające koszt kapitału, tworzy wartość. Przypuśćmy dla uproszczenia, że firma rozpoczyna działalność, a środki pozyskuje z kredytu oprocentowanego w wysokości 20% w skali roku, a więc tym samym koszt kapitału również wynosi tyle samo[8]. Przez pierwszy rok działalności firma wypracowała 30% zysków[9]. Różnica między rentownością a oprocentowaniem kredytu, czyli dziesięć punktów procentowych nie jest niczym innym, jak ekonomiczną wartością dodaną. Wartość ta byłaby ujemna, gdyby firma wypracowała na przykład tylko 15% zysków, wtedy EVA wynosiłaby -5 p.p. W tym przypadku inwestorzy również chcą dodatniej wartości EVA i to możliwie najwyższej.

Buffett sam używa modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych do oceny rzeczywistej wartości spółki, jednak ma on dostęp do danych. Przeciętny inwestor nie ma pieniędzy oraz umiejętności stosowania skomplikowanych modeli ekonometrycznych, których wykorzystywanie zalecają teoretycy. Wartość spółki można określić bardzo łatwo, tzw. domowymi sposobami, nie trzeba znać jej w ujęciu ściśle liczbowym, a do tego sprowadza się użycie modeli. Wystarczy, by inwestor wiedział, czy spółka jest wartościowa, czy nie, a moment zakupu bazujący na wartości można wyznaczyć w bardzo prosty sposób, o czym będę jeszcze wspominał. Gdy zdałem sobie sprawę, ile wysiłku należy włożyć w liczbowe szacowanie wartości przedsiębiorstwa zgodnie z modelem ekonomicznej wartości dodanej, poczułem się zakłopotany. Wiedziałem, że nie jestem w stanie poradzić sobie z tym zadaniem, bo nie mam dostępu do danych. Jeśli chciałbym je zdobyć, musiałbym najpierw zapłacić wysoką cenę — informacja w dzisiejszych czasach jest bardzo droga. Uświadomiłem sobie wtedy, że znalazłem się w sytuacji bez wyjścia, w sytuacji, przed którą przestrzega Buffett:

> *W rzeczywistości to, co skomplikowane, może pracować przeciwko tobie. Nie szarżuj jak szaleniec, starając się rozszyfrować ostatnie teorie inwestowania, obejmujące takie elementy jak wycena opcji*

---

[8] W rzeczywistości, w wyniku działania tarczy podatkowej, koszt kredytu 20% wynosi 0,2×(1–0,19), czyli 16,2%.

[9] Owe 30% to miernik zyskowności przedsiębiorstwa. Więcej o rentowności w dalszych rozdziałach.

czy wskaźniki beta. W większości przypadków lepiej nawet, abyś nic nie wiedział o tych najnowszych systemach[10].

Przyznaję mu rację. Im więcej nowej teorii inwestycyjnej poznawałem, tym większy paraliż decyzyjny mnie blokował. Myślałem nawet w pewnym momencie, że nie poradzę sobie sam z problemami inwestycyjnymi. I o to w tym wszystkim chodzi! Uczelnie dokonują indoktrynacji studentów, którzy później nie mają innego wyjścia, jak tylko powierzyć swoje pieniądze tak zwanym specjalistom, którzy korzystają z modeli wykładanych na uczelniach, a którym nie udaje się nawet prześcignąć średniej giełdowej! Na inwestycjach zarabiają wówczas tylko zarządzający aktywami, pobierający kilkuprocentowe prowizje wyłącznie od czynności związanych z dbaniem o portfel inwestycyjny, a nie związanych z rzeczywistymi wynikami.

Pamiętaj, że w inwestowaniu nie liczy się stopień trudności. Szukaj spółek o trwałej pozycji, których modele biznesu są przewidywalne[11].

To jest naprawdę takie proste, dlatego słuchając wykładowców, należy się ograniczyć do informacji technicznych i pytać na przykład o konkretne sposoby księgowania operacji rachunkowych czy interpretację wskaźników kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Nigdy, ale to przenigdy nie należy pytać teoretyka o praktyczną radę, bo taka osoba nie jest kompetentna do jej udzielania (a mimo to udziela takich rad). Wykładowcy akademiccy okazali się bardzo przydatni w kształtowaniu mojej strategii inwestycyjnej, ale tylko na pewnym etapie, później musiałem sam wyciągać wnioski. Najlepszy moment na to nadszedł wtedy, gdy zorientowałem się, że wszystko zaczyna się nazbyt gmatwać.

W książce Osho *Spotkania z wyjątkowymi ludźmi*[12] znalazłem bardzo ważny fragment, z którym każdy inwestor (i nie tylko) powinien się zapoznać. To fragment wypowiedzi chińskiego filozofa taoistycznego Chuang Tzu:

---

[10] Ibidem

[11] Ibidem

[12] Osho, *Spotkania z wyjątkowymi ludźmi*, Nowy Horyzont, Warszawa 2009.

Łatwe jest właściwe. Dobrze zacznij, a będzie łatwo.
Kontynuuj z łatwością, a będzie to właściwe.
Właściwa droga, by iść łatwo, to zapomnieć właściwą drogę
i zapomnieć, że idziesz łatwo.

Na szczególną uwagę zasługują słowa, że łatwe jest właściwe oraz że właściwe jest to, co łatwe. Odwrócenie tych słów stanowi o istotnej różnicy, nie można rozumieć ich jednakowo. W inwestowaniu w spółki giełdowe ważna jest prostota, bo tylko ona przynosi zyski. Nadmierne komplikowanie procesu inwestycyjnego będzie więc niewłaściwe. Warto zauważyć, że skomplikowane teorie rodzą się na uczelniach wyższych, i tylko tam funkcjonują, natomiast proste koncepcje sprawdzają się w życiu. Pieniądze również płyną do ludzi działających praktycznie, a nie tylko teoretycznie. Zachęcam do prostoty również w kwestii inwestycji finansowych.

4.
ROE — najważniejszy wskaźnik dla inwestora

Przed rozpoczęciem inwestowania w spółki giełdowe inwestor staje przed dylematem: nie ma pojęcia, którą spośród wielu spółek notowanych na rynku wybrać. Na polskiej giełdzie notowanych jest nieco ponad 300 spółek, przy czym na giełdach zagranicznych kilka tysięcy, jeśli wziąć pod uwagę tylko jeden parkiet! Warren Buffett został kiedyś zapytany, jak najlepiej zabrać się do wyszukiwania spółek na giełdzie nowojorskiej, jest ich bowiem bardzo dużo. Buffett odpowiedział, że najlepiej zacząć od spółek… na literę „A". O ile przeanalizowanie 300 spółek jest do jakiegoś stopnia wykonalne, chociaż i tak bardzo pracochłonne, o tyle analiza na przykład 4000 spółek okazuje się dla inwestora indywidualnego praktycznie niewykonalna. Konieczne jest zatem wypracowanie pewnych kryteriów filtrujących wszystkie przedsiębiorstwa.

Przez długi czas nie udawało mi się znaleźć jednego najbardziej wiarygodnego kryterium wstępnej selekcji spółek, któremu mógłbym zaufać. Zdefiniowanie oraz stosowanie tego kryterium jest konieczne, ponieważ w szybki sposób można dokonać wstępnego oddzielenia spółek nic niewartych od tych bardziej wartościowych. Po tym liczba spółek do dokładniejszej analizy jest stosunkowo mniejsza, więc czasu na nią również potrzeba mniej. Kryteria wstępnej selekcji każdy inwestor powinien ustalić sam, jednak w przypadku osoby początkującej wydaje się to praktycznie niewykonalne. Osoba taka nie wie, czy kryterium, które wybrała, okaże się skuteczne. Sam miałem tego typu problem. Zawsze po sprecyzowaniu jednego kryterium pojawiały się rozterki, czy inne nie byłoby skuteczniejsze, czy na pewno za pomocą wybranego kryterium znajdę wszystkie spółki godne zainteresowania, czy może jakąś przeoczę. To są naprawdę poważne dylematy, jeśli w grę wchodzą własne pieniądze. Pamiętam, jak na pierwszym roku studiów podchodziłem do czytania sprawozdań finansowych — robiłem to tylko w teorii. Gdy stwierdziłem, że czas zacząć analizować je tak, jakbym na podstawie danych w nich zawartych miał podjąć konkretną decyzję, zmieniłem całkowicie swoje podejście. Pieniądze są najlepszym narzędziem dyscyplinującym — od tamtej chwili czytam sprawozdania z należytą starannością i muszę robić to w sposób rzetelny sam przed sobą. Paradoksalnie, choć nikt mnie nie pilnuje i nie ocenia, do czytania sprawozdań przykładam się bardziej niż do egzaminów na uczelni. Według mnie o wiele dotkliwszą, negatywną konsekwencją jest strata kapitału niż oblanie egzaminu, dlatego większą wagę przykładam do analizy sprawozdań spółek giełdowych niż do wysokości szkolnych ocen.

Na trzecim wykładzie z finansów przedsiębiorstw zdobyłem wiedzę pozwalającą sprecyzować pierwszy filtr, który posłużył mi do wstępnej selekcji spółek. Zanim jednak do tego doszło, zaszło kilka innych wydarzeń. Na początku czwartego semestru postanowiłem zapytać różnych wykładowców, co według nich w sprawozdaniu finansowym jest ważne, na co zwróciliby uwagę, gdyby sami chcieli zainwestować pieniądze. Wiedziałem, że tak postawiony problem może wywołać ciekawą rozmowę. Na początek wybrałem się do pani doktor prowadzącej zajęcia z rachunkowości. Byłem ciekawy, co uważają za ważne ludzie związani z tą dziedziną — sprawozdanie finansowe jest przecież efek-

tem finalnym prowadzenia ksiąg rachunkowych. Po skończonym wykładzie podszedłem do prowadzącej z zamiarem zadania kilku pytań.

— Na co zwróciłaby pani uwagę w sprawozdaniu finansowym spółki giełdowej, gdyby sama pani chciała zainwestować pieniądze? — zapytałem. Pani doktor spojrzała na mnie, jakbym zadał niedorzeczne pytanie.

— Musiałby pan obliczyć wskaźniki finansowe — odpowiedziała trochę zmieszana.

— Ale przecież muszą w sprawozdaniu finansowym być takie dane, z których już na oko widać, czy spółka jest coś warta, czy nie — dociekałem.

— Musi pan policzyć wskaźniki, nie ma innej możliwości — odparła po raz kolejny. Widziałem, że zaczyna ją nieco irytować ta rozmowa.

— Naprawdę nie ma? — niedowierzałem.

— Musiałby pan być naprawdę dobry, żeby bez obliczania wskaźników widzieć, czy spółka jest warta inwestycji.

Na tym rozmowa się skończyła, odpowiedzi pani doktor przekonały mnie, że nie uzyskam tego, na czym mi zależało. Z lektury książek opisujących strategie Petera Lyncha, Warrena Buffetta oraz artykułu *Stara szkoła, wysoki zysk*[1] pamiętałem, że istnieją w sprawozdaniu finansowym pewne wielkości, na które wystarczy spojrzeć, aby wiedzieć, czy spółka jest coś warta, czy nie. Nie wiedziałem tylko, jak podejść do owych wielkości w kontekście polskich warunków (stąd pomysł konsultowania się z wykładowcami z mojej uczelni). Tymczasem, abstrahując trochę od tematu, przytaczam fragment pochodzący z artykułu, którego bohaterem jest Walter Schloss:

Metodę Schlossa można zilustrować na przykładzie jednej ze spółek, którą się tak interesuje. Superior Industries International trzy czwarte produkcji sprzedaje kulejącym koncernom General Motors i Ford. Zyski spadają od pięciu lat. Schloss bierze broszurkę Value Line

[1] *http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/sekcja-strategie/stara-szkola--wysoki--zysk,2114,1*.

ze stołu w salonie i wodzi palcem po serii liczb, odczytuje te, które mu się podobają: kurs akcji to 80 proc. wartości księgowej spółki, 3 proc. dywidendy, brak zadłużenia.

— Większość ludzi pyta: „Ile firma zarobi w przyszłym roku?". A ja skupiam się na aktywach. Jeśli spółka nie ma wielkiego zadłużenia, to jest coś warta — mówi.

Poszukuje firm, których akcje są sprzedawane poniżej wartości księgowej, z niewielkim albo zerowym zadłużeniem i takich, w których zarząd ma na tyle dużo akcji własnej spółki, by zależało mu na dbaniu o ich wartość.

W powyższym fragmencie bez trudu można znaleźć informacje o kryteriach, według których Schloss dokonuje wyboru interesujących go spółek:

- zakup akcji po cenie niższej od wartości księgowej na akcję,
- brak zadłużenia,
- dywidenda.

Strzępki tego typu informacji spotykałem w wielu źródłach, nie miałem jednak wcześniej pojęcia, jak je połączyć ze sobą. Kryteria wymienione przez Schlossa pojawiały się również u Buffetta czy Lyncha, ale każdy z nich wprowadzał dodatkowo własne zmiany. Z tego powodu zacząłem pytać wykładowców, co według nich jest w sprawozdaniu finansowym najważniejsze. Po trzecim wykładzie z finansów przedsiębiorstw podszedłem do prelegentki z podobnym pytaniem, jakie zadałem wcześniej pani doktor prowadzącej zajęcia z rachunkowości.

— Na co powinienem zwracać uwagę przy inwestowaniu w spółki giełdowe? — zmieniłem trochę formę pytania, bo nie chciałem już nikogo irytować.

— Po pierwsze na płynność i rentowność, a w dalszej kolejności na wskaźniki rynkowe — usłyszałem w odpowiedzi.

— Czy chodzi pani o zyski przypadające na jedną akcję lub stopę dywidendy? — upewniłem się.

— Tak, zyski na akcję powinny rosnąć.

— A co, jeśli nie rosną?

— Oznacza to, że spółka nie kumuluje wartości.

— Aha — pokiwałem głową ze zrozumieniem. — Mam jeszcze do pani trochę inne pytanie. Jak interpretować ROE? Ale nie chodzi mi o definicję książkową, tylko bardziej o to, co jako inwestor giełdowy będę miał, jeśli ROE jest wysokie, a co, jeśli niskie.

— ROE przekłada się na stopę potencjalnej dywidendy oraz na potencjalny wzrost kursu akcji — usłyszałem chyba najbardziej oświecającą odpowiedź na przestrzeni wielu miesięcy.

— Ahaaaa — uśmiechnąłem się od ucha do ucha, bo w końcu dowiedziałem się, co tak naprawdę oznacza ROE. — To dlatego im wyższe ROE, tym lepiej — stwierdziłem

— Oczywiście — pani prowadząca odparła z uśmiechem.

— Dziękuję pani bardzo. Teraz muszę sprawdzić te informacje w praktyce, a jeśli będę miał pytania, przyjdę ponownie — oznajmiłem.

— Zapraszam — usłyszałem na koniec.

Nareszcie! Byłem naprawdę bardzo zadowolony z przebiegu rozmowy — od dłuższego czasu zastanawiałem się bowiem, co inwestorzy mają z tego, że wskaźniki typu ROE czy ROA są wysokie. Wszystkie definicje mówią, że ROE to nic innego, jak wielkość zysków wypracowanych przez jednostkę kapitału własnego, natomiast ROA mówi o ilości wielkości zysków wypracowanych przez jednostkę majątku spółki. I co z tego? Nasuwa się w tym momencie pytanie: co ja mam z tego, że ROE wynosi X%? Odpowiedź brzmi tak: potencjalna dywidenda w odniesieniu do ceny akcji stanowić będzie najwyżej X%, a cena akcji w przyszłości rokuje wzrost w wysokości X% wynikający z czynników fundamentalnych. Jeśli akcje wybranej spółki staną się przedmiotem intensywnego obrotu ze strony spekulantów, to wzrost wielokrotnie może przekroczyć X%, ale takim obrotem sprawy niech zajmują się poszukiwacze spółek wzrostowych.

Jako że miałem już bardziej konkretne informacje, przystąpiłem w domu do pracy nad kryteriami wyszukiwania spółek giełdowych. Zacząłem się zastanawiać nad tym, co dla mnie jako inwestora jest najważniejsze. Oczywiście zyski! Jeśli spółka nie generuje zwrotu z inwestycji, to po

co zajmować się taką spółką, prawda? Zatem jeśli ROE mówi o wspomnianym wzroście kursu akcji oraz o potencjalnej stopie dywidendy, to warto, by wybrane ROE było możliwie najwyższe. Postanowiłem więc rozpocząć wstępną selekcję spółek właśnie od tego kryterium. Pozostało jedynie określenie, jaki minimalny poziom ROE mnie interesuje. Doszedłem do wniosku, że minimum 10-procentowa rentowność kapitału własnego będzie rozsądnym punktem wyjścia. Mając w pamięci słowa Johna Templetona, który powiedział, że prawdziwe zyski liczy się po uwzględnieniu podatków i inflacji, i ja dokonałem pewnych prostych wyliczeń. Jako że kupno akcji wiąże się z trochę większym ryzykiem niż powierzanie pieniędzy bankom w depozyt, minimalna stopa zwrotu powinna plasować się trochę powyżej poziomu oprocentowania depozytów w danym momencie[2]. Mój tok rozumowania był następujący:

- Banki płacą średnio w granicach 5% za depozyt (oczywiście tyle płaciły w kwietniu i maju 2010 roku).
- Inflacja wynosi 2,4%[3], a podatek Belki — 19%.
- Jeśli ROE ukształtuje się na poziomie minimum 10%, to moje zyski przy założeniu rocznego przyrostu ceny akcji równej wartości ROE spółki, z zainwestowanej sumy 10 000 zł będą wyglądały tak jak poniżej,

  10 000 zł×10% = 1000 zł

  Podatek dochodowy
  1000 zł×19% = 190 zł
  1000 zł–190 zł = 810 zł

  Skutki inflacji
  810 zł×2,4% = 19,44 zł
  810 zł–19,44 zł = 790,56 zł

[2] Finansiści zalecają porównywanie rentowności inwestycji do rentowności bonów skarbowych albo obligacji rządowych. Ja nie kupuję ani bonów, ani obligacji Skarbu Państwa, bo i po co? Zyski z tych papierów wartościowych są bardzo niskie. Jeśli już kupować obligacje, niech to będą obligacje komunalne lub korporacyjne.

[3] Są to dane dotyczące inflacji CPI z kwietnia 2010 roku.

Wynik = 790,56 zł/10 000 zł
Wynik = 7,91%, czyli powyżej nominalnej stopy oprocentowania depozytów.

Jeśli uwzględnić inflację oraz podatek w przypadku depozytów bankowych, to ich rentowność maleje do śmiesznie niskiego poziomu, więc widać, że każda wysokość nominalnego ROE wyższa niż nominalna wysokość oprocentowania depozytów również będzie kształtować się w takiej samej relacji w ujęciu realnym obu stóp. Mnie jednak interesowało, czy zyski realne liczone w oparciu o poziom 10% ROE będą kształtować się w ujęciu realnym powyżej stopy nominalnej oprocentowania depozytów. Wynik okazał się zadowalający. Tak więc poszukiwałem spółek, w których przypadku rentowność kapitałów własnych wynosiłaby przynajmniej 10%. Zastanawiała mnie cały czas jeszcze jedna sprawa. Jak ocenić kształtowanie się ROE na przestrzeni kilku lub kilkunastu lat, skoro analizy kondycji finansowej spółki dokonuje się w oparciu o okres kilkuletni, a nie w oparciu o jeden rok? Co zrobić, jeśli ROE danej spółki podlega znacznym wahaniom w trakcie analizowanego okresu albo nawet jest ujemne? Co zrobić, gdy spółka wykazuje ujemne ROE przez kilka lat, a przez resztę czasu charakteryzuje się stabilnymi zyskami? Musiałem jakoś rozwiać te wątpliwości. Znów zacząłem zastanawiać się nad tym, na czym mnie jako inwestorowi najbardziej zależy. Jako posiadacz akcji dobrej spółki ważna była dla mnie stabilność osiąganych dochodów i ich stopniowa progresja. Wychodzi więc na to, że ROE powinno albo rosnąć, albo stabilizować się na jednym poziomie. Wzrost ROE możliwy jest na początku działalności, gdy spółka się rozwija, a gdy już posiada stabilną kondycję finansową, ROE również powinno być stabilne. Przynajmniej z mojego punktu widzenia taka sytuacja byłaby korzystna. Pozostała jeszcze kwestia ujemnego ROE. Jeśli rentowność kapitału własnego jest ujemna, oznacza to, że spółka w danym okresie sprawozdawczym miała stratę, a nie zysk. Żaden inwestor nie chce, aby jego spółka wykazywała straty, ale co zrobić, jeśli spółka ma kilka gorszych lat? Każdemu przedsiębiorstwu zdarza się gorszy okres. Należy zatem sprawdzić, jak ROE kształtowało przed i po tym okresie. Jeśli spółka była zyskowna wcześniej oraz później, oznacza to, że strata pojawiła się sporadycznie — taka sytuacja nie jest zatem groźna, o ile nie wystąpiła w przeszłości kolejny raz. Trzeba

zawsze dociec przyczyny problemów finansowych spółek. Jeżeli jednak spółka przynosiła zyski i nagle zaczyna generować straty, należałoby się zastanowić, skąd się owe straty wzięły, oraz być może wstrzymać się z podjęciem decyzji inwestycyjnej. Odwrotna sytuacja, w której spółka ze strat przechodzi w zyski, jest jak najbardziej pozytywna, o ile za zyskami nie stoją manipulacje księgowych, tylko wzrost wynikający ze zmiany kondycji finansowej i strategii zarządczych. Zatem moje pierwsze wstępne kryterium selekcji było zorientowane na stabilne ROE na poziomie przynajmniej 10% z możliwością okresowych wahań lub nawet wartością ujemną, jednocześnie jeśli ROE osiągałoby wartości niższe niż 10% lub cechowałoby się większymi wahaniami, akceptowałbym również ROE w trendach rosnących. Wyszukiwanie ciekawych spółek giełdowych rozpocząłem w kwietniu 2010 roku, ponieważ jest to czas, kiedy zaczynają spływać sprawozdania finansowe za rok poprzedni. Chciałem dokonać wyboru na podstawie możliwie najaktualniejszych danych. Korzystając z serwisu Bankier.pl[4], przejrzałem wszystkie dostępne spółki. Poniżej, w tabeli 4.1, znajduje się lista moich wyborów.

Odchylenie standardowe postanowiłem wykorzystać jako miarę zmienności ROE, ale okazało się, że nie była to najlepsza decyzja. Rozsądek podpowiada, że należałoby z tej tabeli wybrać ostatecznie te spółki, które cechują się najmniejszą zmiennością ROE, czyli możliwie najmniejszym odchyleniem standardowym, ale posiadają wartościowo wysokie ROE. Ostatecznie odchylenie standardowe posłużyło mi tylko jako informacja dodatkowa, jednak nie decyzyjna. Po przejrzeniu zebranych danych z poszczególnych lat zauważyłem, że spółka posiadająca ROE powyżej 10% oraz odchylenie standardowe na poziomie ROE lub jeszcze wyższym niekoniecznie musi zostać odrzucona. Wystarczyły tylko trzy lub cztery lata ujemnego ROE lub podlegającego znacznym wahaniom, aby odchylenie standardowe skoczyło do gigantycznego poziomu. Z tego powodu zaniechałem wykorzystywania tej miary. Warto zwrócić uwagę, że dwie ostatnie spółki w tabeli, KGHM oraz PGF, posiadają parametry zupełnie je dyskwalifikujące, jednak postanowiłem je zaakceptować. Powodem była właśnie owa zmienność wyłącznie w ciągu jednego okresu, poza którym spółki prezentowały bardzo zadowalającą

[4] *http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/akcje.html*.

Tabela 4.1. *Zwycięskie spółki, które wybrałem na pierwszym etapie selekcji*

Spółka	**Średnie ROE**	**Odchylenie standardowe**
Teresa Medica	33,02%	15,40%
CCC	22,5%	8,95%
Mondi Świecie	17,4%	8,76%
LPP	22,02%	7,83%
Śnieżka	22,66%	7,58%
Cez	20,63%	6,92%
Teta	16,28%	6,37%
Tell	18,48%	6,36%
Novitus	16,76%	5,68%
Atrem	20,91%	5,52%
ZPUE	15,23%	5,50%
Neuca	12,44%	4,48%
Arteria	15,43%	4,22%
Eurocash	24,07%	4,21%
Pegas	21,28%	3,94%
Qumak-Sekom	14,47%	3,92%
Kęty	12,78%	3,77%
Netmedia	13,64%	1,68%
Sanok	12,73%	6,88%
TP SA	10,28%	2,85%
Mennica	10,20%	7,72%
Emperia	10,21%	13,13%
Farmacol	13,81%	3,81%
KGHM	15,39%	19,21%
PGF	3%	44,84%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

rentowność kapitału własnego. Nie zalecam wykorzystywania miar statystycznych podczas dokonywania wyborów inwestycyjnych. Lepiej przejrzeć dane na oko i na ich podstawie podjąć decyzję. Średnie ROE oraz odchylenie standardowe postanowiłem policzyć, ponieważ byłem

ciekaw wartości liczbowych. Obecnie nie wykorzystuję tego typu obliczeń, bo nie istnieje taka konieczność.

Spośród wszystkich spółek z tabeli 4.1 wybrałem i zgromadziłem w tabeli 4.2 te, które moim zdaniem są najbardziej atrakcyjne pod względem ROE, to znaczy cechują się stabilnością rentowności kapitału własnego oraz jego średnią wysokością powyżej poziomu 10%. Wiele spółek zapisanych w tabeli 4.1 spełniało te kryteria, jednak interesowały mnie podmioty o udokumentowanej, przynajmniej 10-letniej historii wyników finansowych. Im więcej danych posiada inwestor, tym lepiej, ponieważ może się zorientować, jak spółka radziła sobie w różnych warunkach rynkowych. Dzięki danym od roku 1997 można prześledzić zachowanie spółek z tabeli 4.2 w czasie dwóch bess: spółek internetowych z lat 2001 – 2003 oraz nieruchomości spowodowanej kredytami hipotecznymi typu subprime z lat 2007 – 2009. Widać, że ROE praktycznie wszystkich spółek z tabeli 4. 2 nie podlegało wówczas wahaniom. To dobry znak. Wyjątkiem jest KGHM, PGF oraz Mennica, które w latach 2001 – 2003 wykazywały sporadyczne straty, co znalazło odzwierciedlenie w ujemnym ROE. Jednak dalsze dane wskazują, że były to tylko przejściowe kłopoty, dwa lub trzy gorsze lata, po czym spółki powróciły do osiągania naprawdę dobrych wyników. Średnie ROE spółki PGF na poziomie 3% jest spowodowane bardzo dużą ujemną wartością w roku 2000, czyli -135,90%. Widać zatem, jak jedna dodatkowa wartość liczbowa może wpłynąć na średnią oraz odchylenie standardowe, dlatego też doradzam przeprowadzenie „ręcznego" przeglądu danych. Gdybym posługiwał się wyłącznie danymi liczbowymi, nie wybrałbym nigdy spółki KGHM, co — jak się później okaże — byłoby niewybaczalnym błędem.

Jako inwestor nie chcę spółek, które cechują się niestabilnym ROE. Przykłady dwóch podmiotów przedstawiłem w tabeli 4.3.

Na koniec dokładniej wyjaśnię, czym jest ROE i jak jest obliczane. Celowo nie zacząłem tego rozdziału od teorii, łatwiej bowiem przyswaja się zagadnienia teoretyczne, jeśli najpierw zostaną pokazane w praktyce. Teraz, kiedy już wiadomo, jakie spółki wybierać pod względem rentowności, mogę przejść do teorii.

Tabela 4.2. *Kształtowanie się ROE na przestrzeni kilkunastu lat na przykładzie wybranych spółek*

Lata	TP SA	Świecie	ZPUE	Kęty	Sanok	KGHM	PGF	Mennica
1997	12,29%	7,14%	22,31%	15,31%	10,37%	11,42%	Brak	6,64%
1998	10,03%	6,48%	18,96%	15,02%	10,68%	3,49%	0,60%	1,82%
1999	8,51%	10,64%	17,09%	7,73%	8,01%	–0,63%	0,99%	8,38%
2000	11,71%	23,15%	12,98%	6,83%	5,79%	12,18%	-135,90%	10,50%
2001	5,76%	20,28%	8,54%	11,43%	5,29%	–26,68%	0,39%	5,49%
2002	6,64%	Brak	6,01%	15,43%	7,74%	–6,98%	16,44%	–2,43%
2003	6,84%	27,99%	9,08%	18,70%	27,00%	19,29%	22,53%	0,69%
2004	14,28%	27,99%	16,19%	16,93%	19,48%	24,42%	23,68%	15,98%
2005	12,75%	13,82%	18,72%	14,35%	16,87%	33,15%	24,67%	15,12%
2006	11,58%	26,91%	22,54%	13,24%	17,83%	41,08%	25,34%	12,66%
2007	12,80%	25,07%	20,92%	13,83%	20,61%	41,62%	25,98%	13,77%
2008	12,71%	13,24%	14,06%	8,56%	6,10%	25,32%	15,25%	20,85%
2009	7,72%	6,03%	10,53%	8,81%	9,71%	22,34%	16,05%	23,12%
Średnia	10,28%	17,40%	15,23%	12,78%	12,73%	15,39%	3,00%	10,20%
Odchylenie	2,28%	8,76%	5,50%	3,77%	6,88%	19,21%	44,84%	7,72%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

ROE (*Return On Equity*), czyli rentowność kapitału własnego, mówi o tym, ile zysku netto jest w stanie wygenerować jednostka kapitału własnego. Jak wiadomo, w skład kapitału własnego wchodzą środki pierwotnie wniesione do spółki przez założycieli, czyli w przypadku spółek akcyjnych — kapitał akcyjny. Później dochodzą kapitały zapasowe, rezerwowe, z aktualizacji wyceny, zysk lub strata z aktualnego okresu obrotowego oraz zysk lub strata z lat poprzednich.

$$ROE = \frac{zysk\ netto}{kapitał\ własny} x100\%$$

Wzór 4.1. *Formuła wyliczania ROE*

Obliczanie tego wskaźnika jest stosunkowo łatwe: wystarczy do licznika wzoru 4.1 wstawić zysk netto z rachunku zysków i strat, a do mianownika wartość kapitału własnego znajdującą się w pasywach bilansu. Jeśli

Tabela 4.3. *Przykłady spółek, których ROE podlega zbyt silnym wahaniom*

Lata	Cyfrowy Polsat	Kruszwica
1997	Brak	–33,49%
1998	Brak	–10,96%
1999	Brak	–73,43%
2000	Brak	7,88%
2001	Brak	6,09%
2002	Brak	7,56%
2003	Brak	25,34%
2004	–28,31%	19,47%
2005	29,14%	13,47%
2006	–88,93%	8,68%
2007	185,51%	7,36%
2008	91,95%	23,23%
2009	72,10%	21,28%
Średnia	43,58%	1,73%
Odchylenie	96,16%	27,50%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

ROE przyjmuje ujemne wartości, jest to najczęściej spowodowane ujemnym zyskiem licznika, który wówczas jest stratą. Należy jednak pamiętać, że kapitał własny również może być ujemny. Sztandarowym przykładem spółki wykazującej niegdyś ujemny kapitał własny jest Cyfrowy Polsat. O ile kapitał akcyjny, zapasowy oraz rezerwowy raczej nie powinny być ujemne, o tyle tym, co najbardziej może wypływać na ujemny kapitał własny, są straty z bieżącego okresu obrotowego i/lub z lat poprzednich. Jednak suma strat z kapitałów własnych musi przewyższać sumę pozostałych kapitałów, aby ogólny kapitał własny kształtował się na poziomie ujemnym. Zatem jeśli spółka ponosi i/lub ponosiła znaczące straty, może się zdarzyć, że kapitały własne będą ujemne. Pułapką wskaźnika ROE są jednak wartości dodatnie, jeśli spółka za dany okres obrotowy wykazała straty oraz posiadała ujemny kapitał własny! ROE będzie dodatnie, mimo że spółka znajdzie się przejściowo lub na stałe w trudnej kondycji finansowej. W takiej sytuacji należy

sprawdzić, czym spowodowane są straty i ujemny kapitał własny. Podejrzliwość inwestora powinny budzić również nienaturalnie wysokie lub nienaturalnie niskie wartości ROE, co może świadczyć o problemach finansowych spółki lub też o kreatywnej rachunkowości. Niemniej preferuję spółki cechujące się stabilnym ROE, takie jak te znajdujące się w tabeli 4.2, a unikam spółek, których ROE zachowuje się tak jak w przypadku spółek z tabeli 4.3.

Rentowność kapitału własnego nie jest jedyną miarą zyskowności spółki. Są jeszcze inne wskaźniki, które opisują rentowność poszczególnych składników bilansu. Oprócz ROE istnieje wspomniana już rentowność majątku ROA oraz rentowność kapitału całkowitego. ROA zawsze osiąga wartości niższe niż ROE, co wynika z formuły obliczania tego wskaźnika:

$$ROA = \frac{zysk\ netto}{aktywa} x100\%$$

Wzór 4.2. *Formuła obliczania ROA*

Niższe wartości wskaźnika ROA wynikają z wartości majątku wstawianych do mianownika powyższego wzoru. Nigdy nie zdarza się tak, że aktywa są finansowane dokładnie w całości kapitałami własnymi, bo w takiej sytuacji rentowność majątku byłaby równa rentowności kapitału własnego, dlatego ROA przyjmuje niższe wartości. Jak już pisałem, dzięki ROA inwestor wie, na ile skutecznie spółka gospodaruje swoim majątkiem. Jednak moim zdaniem wyliczanie ROE jest w zupełności wystarczające. ROA prawie zawsze będzie przyjmować wartości trochę niższe.

Innym wskaźnikiem, który służy do oceny zyskowności spółki, jest rentowność kapitałów całkowitych. Przydaje się on w przypadku wykorzystywania przez spółkę finansowania zewnętrznego. Kapitał całkowity to kapitał zaangażowany w działalność przedsiębiorstwa, czyli suma kapitału własnego oraz obcego.

$$Rkc = \frac{zysk\ netto}{kapitał\ własny + kapitał\ obcy} x100\%$$

Wzór 4.3. *Rkc, czyli rentowność kapitałów całkowitych*

Ja nie wykorzystuję ani ROA, ani Rkc podczas analizowania kondycji finansowej spółek giełdowych. Podałem różne sposoby mierzenia rentowności przedsiębiorstw, ponieważ każdy może preferować inne miary zyskowności. Uważam, że ROE jest wystarczającym i najwięcej mówiącym o historycznych zyskach wskaźnikiem, natomiast przedstawione powyżej wzory na podstawie których można wyliczyć pozostałe miary rentowności podałem bardziej w ramach ciekawostki. W dalszej części książki wykorzystuję tylko ROE.

5.
Bezpieczeństwo czy zyski?

Uważny czytelnik zauważył, że w poprzednim rozdziale spółkami, które uznałem za warte inwestycji pod względem wartości ROE, były spółki spoza sektora finansowego. A gdzie banki i ubezpieczalnie? W trakcie moich poszukiwań analizowałem również banki jako odrębną kategorię inwestycyjną. Na kolejnych etapach analizy zajmowałem się przepływami pieniężnymi. W przypadku banków otrzymałem dziwne wyniki, to znaczy banki wykazują bardzo zmienne salda przepływów pieniężnych. Poza tym wartość wskaźnika kapitałów własnych do aktywów kształtuje się w granicach 10%, a nie jak w przypadku innych spółek nawet na poziomie 90%. Postanowiłem skonsultować moje obserwacje z prowadzącą zajęcia w ramach finansów przedsiębiorstw. Po wykładzie podszedłem, by porozmawiać.

— Mam do pani pytanie odnośnie do poprzedniego wykładu…

— Słucham.

— Dokonałem analizy płynności spółek giełdowych w oparciu o poznane tydzień temu możliwe kombinacje przepływów pieniężnych i zaobserwowałem dziwne zjawisko. Chodzi mi o banki.

— Banki to jest w ogóle odrębna kategoria podmiotów, nie należy ich analizować dokładnie w taki sam sposób, w jaki analizuje się inne przedsiębiorstwa — odpowiedziała wykładowczyni, uśmiechając się nieznacznie.

— Zauważyłem właśnie, że banki posiadają bardzo duże wahania salda przepływów pieniężnych. Na podstawie przepływów z jednego roku można by powiedzieć, że bank znajduje się na skraju bankructwa, natomiast już w następnym roku widać, że bank radzi sobie bardzo dobrze.

— W przypadku banków analiza przepływów pieniężnych, taka jak w przypadku innych spółek, się nie sprawdza — powtórzyła z naciskiem. — W przypadku banków należy zwracać uwagę w szczególności na ich zobowiązania względem banku centralnego.

— No właśnie… — ciągnąłem dalej — przecież przepływy pieniężne, które wykazują banki, rozłożyłyby spółki niefinansowe, tymczasem bankom to nie szkodzi.

— Tak właśnie jest — stwierdziła moja rozmówczyni. — Poza tym instytucje finansowe takie jak banki i zakłady ubezpieczeniowe są odrębną kategorią spółek, w których przypadku zwraca się uwagę na trochę inne rzeczy.

Nie zatrzymywałem dłużej wyraźnie śpieszącej się pani doktor, i tak dowiedziałem się wiele. Po tej rozmowie zarzuciłem na jakiś czas analizowanie instytucji finansowych notowanych na warszawskim parkiecie. Najpierw wolałem ugruntować swoją wiedzę finansową w odniesieniu do innych podmiotów. Wyjaśnia to, dlaczego w poprzednim rozdziale w analizie ROE nie uwzględniłem banków. Również w tym rozdziale nie będę tego robił. Banki jak na razie nie znajdują się w centrum mojego zainteresowania. Poza tym charakteryzują się wyższym niż inne przedsiębiorstwa niefinansowe stopniem ryzyka operacyjnego. Skoro można kupić akcje dobrej spółki niebędącej bankiem, a osiągającej wspaniałe wyniki, po co podejmować większe ryzyko za cenę być może wyższych zysków? Ostatnio oglądam regularnie amerykańską wersję programu *Dragon's Den, czyli jak zostać milionerem?* — zwracam w nim szczególną uwagę na kryteria, jakimi posługują się wybrani do progra-

mu inwestorzy analizujący możliwość inwestycji. Zapadło mi w pamięć stwierdzenie jednego z nich:

Liczą się zyski przy możliwie niskim *poziomie ryzyka.*

Z tego powodu uważam, że na początek lepiej nie zajmować się podmiotami działającymi na rynku finansowym. Lepiej najpierw zapoznać się z innymi, dobrze rokującymi na przyszłość spółkami.

Wróćmy do analiz: nadszedł czas na etap drugi selekcji spółek. Tym razem wszystkie spółki, które posiadały stabilne ROE, niekoniecznie powyżej 10%, przebadałem pod kątem kolejnego kryterium. Jako że serwis Bankier.pl nie udostępnia informacji o wielkości kapitałów własnych, postanowiłem skorzystać z działu giełdowego serwisu Onet.pl[1]. Dla 48 spółek obliczyłem wartości wskaźnika obrazującego stosunek kapitału własnego do aktywów dla danych dostępnych z różnych lat. Wyniki pogrupowałem w arkuszu kalkulacyjnym.

Postanowiłem zająć się wspomnianym wskaźnikiem z kilku powodów. Peter Lynch w książce *Pokonać giełdę* zaleca, aby ten wskaźnik był wysoki. Poniżej formuła obliczania wskaźnika.

$$Kw/A = \frac{kapitał\ własny}{aktywa} x100\%$$

Wzór 5.1. *Kw/A, czyli stosunek kapitału własnego do aktywów*

Wystarczy do licznika wstawić wartości kapitału własnego (w złotych), do mianownika wartość aktywów (w złotych) i pomnożyć wszystko przez 100%. Jeżeli rośnie wartość aktywów, a nie wzrasta wartość kapitału własnego, wskaźnik wykazuje niższe wartości, co prawdopodobnie oznacza finansowanie aktywów kapitałem obcym. Aby poznać szczegóły, należy zatem zerknąć do bilansu. Po co obliczać taki wskaźnik? Są osoby, które uważają, że nie posiada on żadnej wartości poznawczej, ja jednak sądzę inaczej. Wskaźnik ten pokazuje, w jakim stopniu kapitały własne

[1] *http://gielda.onet.pl/akcje-ciagle,18648,501,lista-profili*.

finansują aktywa. Za zadowalającą uważam wartość na poziomie minimum 60%[2].

W celu wyznaczenia poziomu finansowania aktywów kapitałami obcymi i własnymi teoretycy używają dwóch reguł znanych jako złote reguły: finansowa i bilansowa.

Złota reguła bilansowa mówi, że aktywa trwałe powinny być finansowane kapitałem własnym. Jest to uzasadnione, ponieważ aktywa trwałe, takie jak budynki, budowle, grunty, maszyny i urządzenia, służą wytwarzaniu wartości w przedsiębiorstwie. Jeśli finansowane są kapitałem własnym, przedsiębiorstwo ma pewność, że żaden wierzyciel nie utrudni mu w tym zakresie działalności. Gdyby aktywa trwałe były finansowane zobowiązaniami, w przypadku zachwiania płynności oraz wypowiedzenia przez wierzyciela na przykład umowy kredytowej konieczna byłaby sprzedaż takich aktywów. Jeśli przedsiębiorstwo zaczyna sprzedawać aktywa trwałe, czyli swój majątek produkcyjny, może to oznaczać, że sprzedaje go celem regulacji swoich zobowiązań. Bywa też tak, że spółka posiada zbyt dużo majątku i postanawia dokonać jego rewizji, a ostatecznie postanawia pozbyć się jego nadmiaru. Dokładne wyjaśnienie powinno znajdować się w sprawozdaniu finansowym, do którego inwestor powinien w takiej sytuacji zerknąć.

Finansiści dopuszczają możliwość finansowania aktywów trwałych nie tylko kapitałem własnym, ale również długoterminowym kapitałem obcym. Złota reguła finansowa mówi więc o tym, że majątek trwały powinien być finansowany kapitałem stałym, czyli sumą kapitałów własnych

[2] Każdy inwestor powinien ustalić swój własny próg tolerancji stopnia pokrycia aktywów kapitałem własnym — ja to zrobiłem na poziomie 60%, ponieważ zastanawiałem się, przy jakim stopniu pokrycia kapitałem własnym aktywów będę czuł się komfortowo, posiadając akcje danej spółki. Nie chciałem, aby 50% było finansowane kapitałem obcym, gdyż w przypadku kłopotów to wierzyciele będą mieli kontrolę nad majątkiem spółki. Stąd przyjąłem więcej niż 50%. W rzeczywistości preferuję wartość tego wskaźnika na poziomie przynajmniej 75%, jednak są spółki warte zainteresowania, dla których wartość tego wskaźnika znajduje się poniżej 75%, a nawet w okolicach 60%.

oraz długoterminowych kapitałów obcych. Jest to jednak sytuacja bardziej ryzykowna niż w przypadku złotej reguły bilansowej.

Dwie powyższe zasady mają jedną wadę — ukazują tylko stopień finansowania kapitałami własnymi lub stałymi jedynie majątku trwałego. A co z majątkiem obrotowym? Teoretycznie może on być finansowany w całości zobowiązaniami i w praktyce jest w ten sposób finansowany. Uważam jednak, że rozpatrywanie stopnia finansowania kapitałem własnym jedynie majątku trwałego jest niewystarczające, dlatego używam właśnie wskaźnika Kw/A.

Przyjrzawszy się kryzysowi z lat 2007 – 2009, zauważyłem, że spółki, które przesadziły z ekspansją na krótko przed kryzysem, miały później problemy. Przykładem jest Monnari. Zarząd zakroił na zbyt szeroką skalę inwestycje w nowe punkty sprzedaży odzieży, które miały być finansowane kredytami. W momencie kryzysu, gdy zaostrzyły się kryteria przyznawania kredytów, okazało się, że Monnari w opinii banków nie posiada wystarczającej zdolności kredytowej. Zaczęły się problemy ze spłatą zadłużenia, banki straszyły wypowiedzeniem umów kredytowych, a wszystko skończyło się w sądzie, kiedy jeden z wierzycieli złożył wniosek o ogłoszenie upadłości spółki Monnari.

Spółka Monnari nie dysponowała wystarczają do swoich potrzeb wielkością kapitału własnego dlatego popadła w kłopoty. Ważne jest zatem, aby spółki, które staną się inwestycjami na lata, posiadały solidne wsparcie kapitałowe. Walter Schloss twierdzi, że jeśli spółka nie jest zadłużona, to jest coś warta. Ja natomiast sądzę, że spółka korzystająca z zadłużenia zwiększa swoje szanse na rozwój, jednak powinna to czynić z ostrożnością. Musi więc posiadać odpowiednie zasoby, na wypadek gdyby inwestycje nie przyniosły oczekiwanych zysków. Zadłużenie zwiększa efekt dźwigni finansowej, co przekłada się na większą rentowność spółki, ale również na wzrost ryzyka finansowego jednostki. W przypadku korzystania z długu występuje wiele czynników, z którymi spółka może sobie nie poradzić, jeśli nadmiernie szarżuje z zadłużeniem lub jeśli nie posiada wystarczającej wielkości kapitałów własnych. W skrajnych sytuacjach wystarczy tylko, by denominowany w walucie obcej kredyt zmienił swoją wartość w konsekwencji zmian notowań na rynku walutowym, żeby

nieostrożna spółka zaczęła mieć problemy, szczególnie podczas kryzysów gospodarczych. Potencjalny wzrost oprocentowania kredytu jest niebezpieczny dla nierozsądnie zarządzanych podmiotów.

Finansiści twierdzą, że kapitały własne cechują się wyższym kosztem niż kapitały obce. I co z tego? Niebezpieczeństwo potencjalnego bankructwa w związku z niewystarczającymi zasobami kapitałowymi stanowi o wiele wyższy koszt, dlatego jestem zwolennikiem przedsiębiorstw nie wykorzystujących nadmiernie zadłużenia, a tym bardziej nie potrafiących dopasować jego poziomu do swojej kondycji finansowej. Być może inni inwestorzy okażą się mniej konserwatywni — i mają do tego prawo. Mnie nie przekonuje spółka, która osiąga zyski, mocno się zadłużając i nie zważając na zabezpieczenia, jednak nie mam nic przeciwko zadłużaniu, jeżeli podmiot posiada odpowiednie zasoby na wypadek niepowodzenia.

Kolejnym argumentem finansistów przeciwko stosowaniu nadmiernej ilości kapitałów własnych jest obniżona rentowność. Im więcej kapitału własnego posiada spółka, tym niższa będzie jej rentowność mierzona choćby za pomocą ROE. Im więcej posiada kapitałów obcych, na przykład długu, tym jej rentowność będzie wyższa. Wynika to ze specyfiki obliczania rentowności ROE. Wzór zaprezentowany w poprzednim rozdziale nie uwzględnia kapitałów obcych, wyłącznie własne. Z tego powodu zwiększenie finansowania kapitałami obcymi nie znajdzie odzwierciedlenia w ROE, a będzie widoczne na podstawie wartości wskaźnika Kw/A. Zatem odwiecznym dylematem przedsiębiorców jest wybór pomiędzy płynnością a zyskownością. Już za chwilę okaże się, że spółki cechujące się wysokim poziomem kapitałów własnych mogą cechować się wysoką rentownością. Za „wysoką rentowność" uważam ROE przekraczające poziom 20%. Najczęściej spółki dysponujące dużą ilością kapitału własnego wykazują ROE w granicach od 15% do 20%. Mam tu jednak na myśli dojrzałe podmioty, ponieważ przedsiębiorstwa rozwijające się przy wysokim poziomie kapitału własnego często generują rentowność niższą niż podana.

Uwzględniwszy wysokość kapitałów własnych, poszukiwałem takich spółek, których wartość omawianego wskaźnika kształtowała się w da-

nym okresie na jednakowym poziomie bądź wykazywała początkowo tendencję rosnącą. Spółki cechujące się poziomem kapitału własnego w stosunku do aktywów niższym niż 60% nie przeszły tego etapu.

Tabela 5.1. *Spółki posiadające pożądany wskaźnik Kw/A*

Spółka	**Kw/A**[3]	**ROE**[4]
Lubawa	82,85%	7,27%
Teresa Medica	81,23%	33,02%
PGF	81,16%	21,24%
Mennica	78,41%	10,20%
Sanok	70,96%	12,73%
Mostostal Płock	68,79%	12,87%
MCLogic	67,12%	17,18%
Dębica	66,29%	11,18%
Netmedia	63,04%	13,64%
Kęty	62,49%	12,78%
Świecie	73,01%	17,40%
Novitus	61,22%	16,76%
KGHM	60,88%	15,39%
Wawel	60,43%	7,80%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

Umyślnie zestawiłem w tabeli 5.1 wartość wskaźnika Kw/A z rentownością kapitału własnego. Widać, że wysokiemu poziomowi kapitału własnego nie zawsze musi towarzyszyć obniżona rentowność. Sztandarowym zaprzeczeniem tej tezy jest spółka Teresa Medica, która przy poziomie ponad 80% wartości wskaźnika Kw/A cechuje się średnią rentownością na poziomie ponad 30%[5]! Nie zawsze więc spółka staje przed koniecznością rezygnacji ze zwiększonej płynności w zamian za cenę wyższej rentowności.

[3] Wartość średnia.

[4] Wartość średnia.

[5] Stan po zakończeniu 2009 roku.

W tabeli 5.2 przedstawiłem pięć spółek o najwyższym poziomie wskaźnika Kw/A, aby zaprezentować wartości wskaźnika w poszczególnych latach. Niegdyś spoglądałem wyłącznie na kilka ostatnich, najbardziej aktualnych lat z działalności spółki, a pomijałem lata pozostałe. Tymczasem należy objąć analizą dane ze wszystkich dostępnych lat. Podobnie jak w przypadku ROE, również stabilna wartość wskaźnika Kw/A mnie zadowala, ale przy średnim poziomie powyżej 60%. W tym przypadku obliczenie średniej jest przydatne, jednak można oszacować na oko różne tendencje w kształtowaniu się wartości omawianego wskaźnika. Metoda „na oko", którą często stosuję, służy mi jedynie do wstępnej oceny różnych wartości. W przypadku wielu spółek już na pierwszy rzut oka widać, że pewne dane liczbowe przyjmują dużą rozpiętość wartości lub wykazują systematycznie niższe wartości. stąd wiem, które spółki odrzucić bez zagłębiania się w szczegóły. Każdy z nas ma ograniczoną ilość czasu, dlatego inwestor powinien wybierać te spółki, których kondycja finansowa jest obiecująca, a nie tracić czasu na podmioty, które już z daleka wyglądają mizernie. Nie chciałem, aby spółki, które przeszły do drugiego etapu selekcji, charakteryzowały się niestabilnością wskaźnika Kw/A, jego niskimi lub trwale zniżkującymi wartościami. Odrzucam spółki, które wykazują takie cechy wskaźnika Kw/A — przykłady przedstawiłem w tabeli 5.3.

Spółki Żywiec oraz Cyfrowy Polsat agresywnie korzystają z kapitału obcego do finansowania swojej działalności, co znajduje odzwierciedlenie w niskich wartościach wskaźnika Kw/A. Ponadto wskaźnik ten przyjmuje nawet wartości ujemne, co spowodowane jest, podobnie jak w przypadku ujemnego ROE, ujemnym kapitałem własnym. Obie spółki nie zyskałyby zainteresowania z mojej strony z dwóch powodów — po pierwsze wartości zarówno Kw/A, jak i ROE charakteryzują się bardzo dużymi wahaniami, a po drugie poziom wskaźnika Kw/A w ujęciu rocznym oraz średnim nie osiąga nawet poziomu 60%! ROE na poziomie prawie 200% może imponować, ale według mnie nie jest to powód do dumy, jeśli zestawić jego wartość z poziomem kapitału własnego.

W ten sposób kończy się drugi etap selekcji. Dotychczas wybrałem 25 spółek spośród ponad 300 notowanych na warszawskiej GPW oraz obliczyłem dla nich stosunki kapitału własnego do aktywów i ROE. Pozostał wybór spółek spełniających oba kryteria.

Tabela 5.2. *Pięć spółek o najwyższym poziomie wskaźnika Kw/A*

Lata	Lubawa	Teresa Medica	PGF	Mennica	Sanok
1997	79,74%	Brak	Brak	89,56%	87,59%
1998	80,15%	Brak	85,57%	92,73%	89,33%
1999	84,26%	Brak	85,85%	76,21%	85,60%
2000	80,09%	Brak	86,55%	66,84%	79,75%
2001	75,69%	Brak	85,60%	68,60%	85,89%
2002	76,45%	Brak	85,92%	75,20%	84,37%
2003	85,41%	Brak	78,19%	76,95%	43,15%
2004	81,91%	89,55%	82,91%	85,49%	60,34%
2005	87,27%	89,23%	76,26%	76,65%	59,34%
2006	83,56%	64,75%	80,11%	78,53%	61,74%
2007	86,00%	73,73%	75,40%	76,93%	67,50%
2008	87,62%	84,51%	57,40%	73,50%	56,30%
2009	88,92%	85,62%	94,18%	82,16%	61,63%
Średnia	82,85%	81,23%	81,16%	78,41%	70,96%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

Tabela 5.3. *Żaden konserwatywny inwestor nie chce, aby jego spółki wykazywały takie wartości Kw/A i ROE*

	Żywiec		Cyfrowy Polsat	
Lata	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**
1997	71,53%	17,02%	Brak	Brak
1998	–53,81%	128,82%	Brak	Brak
1999	36,16%	11,81%	Brak	Brak
2000	27,57%	–88,94%	Brak	Brak
2001	53,72%	–10,01%	Brak	Brak
2002	59,24%	7,01%	Brak	Brak
2003	54,41%	18,65%	Brak	Brak
2004	52,74%	23,49%	–36,46%	–28,31%
2005	50,41%	27,75%	–48,95%	29,14%
2006	38,73%	36,63%	–17,74%	–88,93%
2007	32,24%	53,24%	10,27%	185,51%
2008	28,04%	57,38%	38,74%	91,96%
2009	25,96%	52,52%	42,59%	72,10%
Średnia	36,39%	25,80%	–1,93%	43,58%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

6.
Łączymy kryteria

Z anim przejdę do dalszych rozważań, zbiorę zasady, jakimi kierowałem się podczas wstępnej selekcji przeprowadzonej w dwóch etapach:

Etap 1. Wyszukałem potencjalnie obiecujące spółki za pomocą wskaźnika rentowności kapitału własnego ROE, który powinien cechować się:

- stabilnością,
- wartościami na poziomie przynajmniej 10%,
- preferowanymi wartościami znajdującymi się w przedziale od 15% do 20%.

Etap 2. Dla spółek wybranych na poprzednim etapie obliczyłem wskaźnik obrazujący stosunek kapitału własnego do aktywów (Kw/A), który powinien cechować się:

- stabilnością,
- wartościami na poziomie przynajmniej 60%.

Poniżej wyniki dotychczasowych analiz (tabele 6.1 i 6.2).

Wydawać by się mogło, że ostatecznego wyboru dokonałem na podstawie danych liczbowych zebranych w dwóch powyższych tabelach.

Tabela 6.1. *Spółki, które przeszły pierwszy etap*

Spółka	**Średnie ROE z badanego okresu**
Teresa Medica	33,02%
CCC	22,5%
Mondi Świecie	17,4%
LPP	22,02%
Śnieżka	22,66%
Cez	20,63%
Teta	16,28%
Tell	18,48%
Novitus	16,76%
Atrem	20,91%
ZPUE	15,23%
Neuca	12,44%
Arteria	15,43%
Eurocash	24,07%
Pegas	21,28%
Qumak-Sekom	14,47%
Kęty	12,78%
Netmedia	13,64%
Sanok	12,73%
TP SA	10,28%
Mennica	10,20%
Emperia	10,21%
Farmacol	13,81%
KGHM	15,39%
PGF	3%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

Otóż nie do końca tak było. Co prawda opierałem się na danych statystycznych, ale stanowiły one dla mnie wyłącznie wsparcie decyzyjne, jednak ostatecznie przejrzałem dane po raz kolejny, co zaowocowało ciekawymi w mojej opinii wyborami. Najpierw zaprezentuję wyniki (tabela 6.3.), potem przejdę do ich omówienia.

Tabela 6.2. *Spółki, które przeszły drugi etap*

Spółka	**Kw/A**
Lubawa	82,85%
Teresa Medica	81,23%
PGF	81,16%
Mennica	78,41%
Sanok	70,96%
Mostostal Płock	68,79%
McLogic	67,12%
Dębica	66,29%
Netmedia	63,04%
Kęty	62,49%
Świecie	73,01%
Novitus	61,22%
KGHM	60,88%
Wawel	60,43%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

Tabela 6.3. *Spółki ostatecznie wybrane do dalszej analizy*

Spółka	**ROE**	**Kw/A**
Teresa Medica	33,02%	81,23%
Świecie	17,40%	73,01%
Sanok	12,73%	70,96%
PGF	3,00%	81,16%
Kęty	12,78%	62,49%
Dębica	11,18%	66,29%
Mennica	10,20%	78,41%
KGHM	15,39%	60,88%
Śnieżka	22,66%	58,35%
Mostostal Płock	12,87%	68,79%
McLogic	17,18%	67,12%
Wawel	7,80%	60,43%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

Być może mój ostateczny wybór dziwi, ponieważ w powyższych tabelach znajdują się spółki, które nie spełniają dokładnie wyznaczonych kryteriów liczbowych, jednak jest to spowodowane wahaniami zaburzającymi ostateczny obraz podmiotu, o czym pisałem wcześniej. Spółka Wawel w latach 1998 – 1999 posiadała ujemne ROE, co wpłynęło niekorzystnie na średnią, poza tym okresem dawała inwestorom zarobić. Spółka PGF w roku 2000 osiągnęła ROE na poziomie –135,90%, poza tym też dawała zarobić. Natomiast Śnieżce postanowiłem dać szansę, jako że rentowność jej kapitałów własnych kształtowała się na naprawdę zachęcającym poziomie przy wartości wskaźnika Kw/A jedynie nieznacznie znajdującej się poniżej 60%. Jak dokładnie kształtują się omawiane dane w spółkach, które wybrałem, prezentują poniższe trzy tabele (6.4a – c).

Tabela 6.4a. *Dane finansowe wybranych spółek, część 1.*

	Teresa Medica		**Świecie**		**Sanok**		**PGF**	
Lata	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**
1997	Brak	Brak	***7,14%***	86,08%	10,37%	87,59%	Brak	Brak
1998	Brak	Brak	***6,48%***	83,63%	10,68%	89,33%	***0,60%***	85,57%
1999	Brak	Brak	10,64%	82,62%	***8,01%***	85,60%	***0,99%***	85,85%
2000	Brak	Brak	23,15%	83,36%	***5,79%***	79,75%	***–135,90%***	86,55%
2001	Brak	Brak	20,28%	58,16%	***5,29%***	85,89%	***0,39%***	85,60%
2002	Brak	Brak	Brak	Brak	***7,74%***	84,37%	16,44%	85,92%
2003	Brak	Brak	27,99%	Brak	27,00%	43,15%	22,53%	78,19%
2004	48,95%	89,55%	27,99%	77,28%	19,48%	60,34%	23,68%	82,91%
2005	44,33%	89,23%	13,82%	77,26%	16,87%	59,34%	24,67%	76,26%
2006	45,55%	64,75%	26,91%	74,24%	17,83%	61,74%	25,34%	80,11%
2007	26,30%	73,73%	25,07%	71,83%	20,61%	67,50%	**25,98%**	75,40%
2008	21,70%	84,51%	13,24%	56,67%	***6,10%***	56,30%	**15,25%**	57,40%
2009	11,26%	85,62%	***6,03%***	51,96%	***9,71%***	61,63%	**16,05%**	94,18%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

We wszystkich trzech tabelach zaznaczyłem kursywą pewne ciekawe okresy kształtowania się ROE, uznawszy, że wymagają one komentarza. Nie będę wyjaśniał kształtowania się wartości wskaźnika Kw/A na przestrzeni ostatnich 13 lat w wybranych spółkach, bo nie ma takiej

Tabela 6.4b. *Dane finansowe wybranych spółek, część 2.*

	Kęty		Dębica		Mennica		KGHM	
Lata	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**
1997	15,31%	75,60%	15,19%	75,94%	6,64	89,56%	11,42%	76,80%
1998	15,02%	74,80%	15,50%	72,46%	***1,82***	92,73%	***3,49%***	76,66%
1999	***7,73%***	61,36%	11,56%	77,03%	8,38	76,21%	***–0,63%***	68,57%
2000	***6,83%***	50,59%	***8,41%***	67,74%	10,50	66,84%	12,18%	54,87%
2001	11,43%	56,24%	***1,31%***	71,66%	***5,49***	68,60%	***–26,68%***	39,54%
2002	15,43%	57,79%	12,42%	68,69%	***–2,43***	75,20%	***–6,98%***	38,95%
2003	18,70%	63,47%	16,58%	63,53%	***0,69***	76,95%	19,29%	40,74%
2004	16,93%	74,62%	14,55%	65,31%	15,98	85,49%	24,42%	60,22%
2005	14,35%	69,84%	***8,47%***	62,98%	15,12	76,65%	33,15%	57,41%
2006	13,24%	57,69%	***9,95%***	57,69%	12,66	78,53%	41,08%	64,03%
2007	13,83%	53,91%	***8,91%***	57,68%	**13,77**	76,93%	**41,62%**	70,01%
2008	***5,86%***	54,35%	12,88%	55,88%	**20,85**	73,50%	**25,32%**	72,83%
2009	***8,81%***	62,12%	9,62%	65,12%	**23,13**	82,16%	**22,34%**	70,86%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

potrzeby. W przypadku wielkości kapitału własnego chciałem, aby przez większość okresów sprawozdawczych wybrane przeze mnie spółki wykazywały go w stosunku do aktywów na poziomie 60%, to wszystko. Wyjątkiem jest Śnieżka, której postanowiłem dać szansę ze względu na bardzo obiecującą rentowność.

Zaznaczone na czerwono wskaźniki rentowności posiadają wartości ujemne lub znajdują się na poziomach jednocyfrowych. Należy zauważyć, że zdecydowana większość spółek wykazywała słabsze wyniki na przełomie tysiącleci oraz w latach 2007 – 2009. To były czasy, których panowała bessa na warszawskiej giełdzie, nastąpił atak terrorystyczny 11 września 2001 roku oraz pękły bańki spółek internetowych oraz bańka kredytów hipotecznych podwyższonego ryzyka *subprime*. W związku z tym wyjaśnienie słabej rentowności spółki McLogic w latach 2000 – 2003 nasuwa się samo — spółka ta produkuje oprogramowanie dla przedsiębiorstw, trudno więc, aby ustrzegła się kryzysu branży IT w tamtym czasie. Teresa Medica wykazała spadkową tendencję rentowności

Tabela 6.4c. *Dane finansowe wybranych spółek, część 3.*

	Śnieżka		Mostostal Płock		McLogic		Wawel	
Lata	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**	**ROE**	**Kw/A**
1997	Brak	Brak	31,87%	55,82%	17,46%	73,70%	6,95%	63,39%
1998	Brak	Brak	14,00%	79,82%	39,66%	73,71%	*–23,29%*	57,51%
1999	Brak	Brak	13,92%	76,00%	38,23%	52,32%	*–49,96%*	54,37%
2000	Brak	Brak	*8,27%*	70,84%	*–11,03%*	59,54%	*8,66%*	45,71%
2001	39,37%	56,63%	*9,41%*	78,60%	*–20,36%*	52,26%	*9,75%*	52,92%
2002	30,29%	47,96%	*–1,17%*	74,05%	*–7,14%*	61,36%	*6,94%*	54,20%
2003	16,21%	53,61%	*–7,50%*	68,64%	*7,65%*	64,98%	10,52%	51,32%
2004	19,23%	66,18%	*9,80%*	67,07%	31,14%	69,61%	27,72%	59,70%
2005	16,80%	69,43%	*2,54%*	66,28%	21,61%	76,67%	25,38%	54,55%
2006	17,04%	70,15%	*8,08%*	67,70%	24,02%	74,84%	32,81%	66,46%
2007	**21,30%**	52,41%	**24,71%**	68,18%	**30,77%**	66,67%	14,25%	74,78%
2008	**21,47%**	50,22%	**24,61%**	60,51%	**26,02%**	66,36%	14,62%	75,85%
2009	**22,22%**	58,55%	**28,75%**	60,77%	**25,34%**	80,57%	17,06%	74,88%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

w latach 2008 – 2009, co jak się okazało, było spowodowane niekorzystnym kursem EUR/PLN. Dębica wykazała słabszą rentowność około roku 2000 i co ciekawe, średnio radziła sobie w latach prosperity 2005 – 2007! Dość poważne zachwianie rentowności wystąpiło w spółkach KGHM, Wawel oraz PGF na przełomie tysiącleci. Po lekturze sprawozdań finansowych KGHM-u okazało się, że owa ujemna rentowność nie była spowodowana czynnikami gospodarczo-rynkowymi, lecz nieudolnością ówczesnej ekipy zarządzającej, która nie wykorzystywała potencjału finansowego spółki. Ciekawa jest sytuacja spółki Mostostal Płock. Jak widać w tabeli 6.4c, spółka ta miała problemy z rentownością przez bardzo długi czas, bo aż przez 6 lat, od roku 2000 do 2006, po czym jej ROE dosłownie wystrzeliło pod niebo, osiągając wartości powyżej 20%. Z jednej strony powinienem być zadowolony, że spółka ta osiągnęła lepsze wyniki w czasie kryzysu niż w okresie prosperity, z drugiej strony takie skoki ROE nie wróżą niczego dobrego, co jak się okazało, znalazło potwierdzenie w analizie płynności tej spółki. Na szczególną uwagę zasługują podmioty, których wyniki oznaczyłem w tabelach podkreśleniem. Podmioty oznaczone na zielono osiągnęły w czasie zawirowań finanso-

wych w latach 2007 – 2009 bardzo dobre wyniki, a przynajmniej nie gorsze od wyników sprzed kryzysu. Mam na myśli Śnieżkę, Mennicę, PGF, KGHM oraz McLogic. Te spółki spodobały mi się na tym etapie analizy najbardziej. Powodem były właśnie wyniki w czasach kryzysu. Od początku szukałem spółek kryzysoodpornych, które wykazywałyby niepogorszoną rentowność w trudnych finansowo czasach, a nawet lepszą. Jak widać, na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych są tego typu podmioty. Jednak na razie wolałem wstrzymać się z głębszymi refleksjami na temat kondycji finansowej wybranych podmiotów.

Podsumujmy dotychczasowe poszukiwania. Znalazłem 12 spółek, których kondycja finansowa na tym etapie była obiecująca pod względem poziomu kapitałów własnych oraz rentowności. Po dokładniejszych oględzinach zebranych danych dowiedziałem się, które spółki wykazują solidniejszą kondycję finansową pod względem odporności na kryzys. Przedstawione kryteria wstępnej selekcji spółek w mojej ocenie sprawdziły się, rzecz jasna każdy inwestor powinien dostosować je do własnych preferencji. Ostatecznie wybrane spółki posiadały w większości ponad dziesięcioletnią historię wyników finansowych i takich podmiotów cały czas poszukuję. Im dłuższa jest historia finansowa, tym lepiej, gdyż ważne jest sprawdzenie różnych zachowań podmiotów w czasach zarówno kryzysowych, jak i pokryzysowych[1]. Na przykładzie KGHM czy Mennicy widać, że z trudności, z jakimi borykały się około roku 2000, wyszły obronną ręką, aby w czasie kryzysu finansowego ostatnich lat pokazać, na co je stać. I to chodzi. Ważnym problemem, który muszę w tym miejscu jeszcze poruszyć, a który związany jest z ilością danych dostępnych do analizy, są pierwsze oferty publiczne spółek.. Zdarza się tak, że spółki tuż po debiucie giełdowym przeżywają trudne czasy. Tak było w przypadku KGHM-u. Niemniej wszystko zależy od konkretnej spółki. Akcje sprzedawane w IPO są najczęściej przewartościowane, a jeśli wzrastają, jest to zasługą spekulantów, a nie rzeczywistych czynników fundamentalnych. Poza tym w prospektach emisyjnych znajdują

[1] Nie zawsze inwestuję w spółki, kierując się ponad dziesięcioletnią historią wyników finansowych. Wyjątkiem są na przykład spółki notowane na rynku New Connect oraz działające w perspektywicznych branżach, w przypadku których inaczej zabieram się do analizy, ale o tym jeszcze napiszę.

się zazwyczaj dane z ostatnich trzech lat poprzedzających rok pierwszej oferty publicznej. Według mnie trzy lata to za mało, aby móc ocenić spółkę pod kątem inwestycji długoterminowej. Warto poczekać choćby dwa lub trzy lata od debiutu z zakupem akcji, aby zobaczyć, co spółka zrobiła z pozyskanymi na rynku pieniędzmi, jak wygląda jej kondycja finansowa oraz jakie ma plany na przyszłość. Jeśli cena emisyjna akcji zawierała mnóstwo ukrytych kosztów lub była zbyt wysoka, rynek szybko ją zweryfikuje, co być może zaowocuje pojawieniem się okazji nabycia wartościowej spółki po zaniżonej cenie. Warto o tym pamiętać.

Nie ukrywam, że wstępna selekcja spółek nie należy do zadań ekscytujących. Jest to zajęcie raczej nudne niż ciekawe, a często również bardzo pracochłonne, jednak konieczne, aby później nie tracić czasu na analizy mało obiecujących spółek. Na koniec muszę przyznać, że po dwóch etapach selekcji nie za bardzo wiedziałem, na co zwrócić uwagę w dalszej kolejności. Moje wątpliwości rozwiał jednak następny wykład z finansów przedsiębiorstw, na którym wpadłem na pomysł wykorzystania informacji prezentowanych przez prowadzącą panią doktor. O tym już za chwilę.

7.

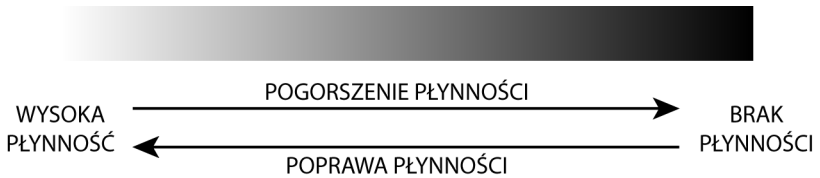
Przepływy pieniężne

Płynność to kluczowe zagadnienie związane z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa. Aby dobrze zrozumieć, czym ona w rzeczywistości jest, posłużę się prostym przykładem. Płynność można rozumieć na kilka różnych sposobów. Mnie interesują szczególnie dwa objaśnienia. Po pierwsze płynność jest rozumiana jako stopień zdolności zamiany danych aktywów na gotówkę. Im łatwiej można dane aktywa upłynnić, tym mają one większą płynność. Jednak płynność niekoniecznie należy rozważać wyłącznie w kontekście aktywów przedsiębiorstwa — w zasadzie wszystko cechuje się określonym stopniem płynności. Aby lepiej zobrazować, czym jest płynność rozumiana w ten sposób, wystarczy porównać trudność w sprzedaży na przykład domu jednorodzinnego oraz samochodu osobowego marki Ford Fiesta. Samochód osobowy o wiele łatwiej sprzedać niż dom jednorodzinny. To znaczy, że nasz Ford jest łatwiej zamienialny na gotówkę niż dom — w tym przypadku samochód łatwiej upłynnić niż nieruchomość. Cechuje się on więc wyższą płynnością, dom natomiast ma niższą płynność. Pisałem wcześniej, że bardzo lubię papiery wartościowe ze względu na ich płynność. Dzięki

tej właściwości — temu, że są łatwiej zamienialne na gotówkę — wolę je od nieruchomości[1].

Płynność może być również rozpatrywana w innym kontekście, jako tzw. płynność płatnicza (różni się ona od pierwszego przypadku płynności, który określam mianem płynności technicznej), czyli zdolność do regulowania zobowiązań. W ramach przykładu, na którym postaram się wytłumaczyć to zagadnienie, odwołam się do konieczności dokonywania opłat związanych z mieszkaniem spółdzielczym. Jak wiadomo, opłaty te to głównie czynsz i media. Domownicy będący członkami spółdzielni mieszkają w danym lokalu w zamian za obowiązek dokonywania różnych opłat. Jest to po prostu zobowiązanie do dokonywania wyżej wymienionych opłat w zamian za udostępnienie mieszkania. Dopóki gospodarstwo domowe posiada pieniądze na uiszczenie opłat, mówimy, że posiada płynność płatniczą, innymi słowy jest wypłacalne. Jeżeli nagle któryś z domowników straciłby pracę, gospodarstwo mogłoby mieć problem z dokonywaniem płatności. Wówczas jego wypłacalność zostałaby zachwiana. Jeżeli taka sytuacja trwałaby dłużej, mogłoby dojść do interwencji dostawców mediów oraz spółdzielni w celu odzyskania swoich należności. Członkowie gospodarstwa domowego, które nie zwróciłoby pieniędzy za wspomniane usługi, mogliby zostać w ostateczności wyeksmitowani, co byłoby efektem utraty płynności płatniczej. Inaczej mówiąc, dopóki podmiot jest wypłacalny, dopóty posiada płynność płatniczą. Jeżeli bankrutuje, jest to skutek jej utraty. Wszystkie sytuacje pomiędzy pełną wypłacalnością a bankructwem są związane z mniejszą lub większą płynnością (rysunek 7.1).

[1] Tak naprawdę papiery wartościowe lubię nie tylko za wysoki stopień ich płynności w porównaniu z innymi formami inwestowania. Lubię je ze również ze względu na brak konieczności posiadania dużej ilości gotówki na początek, o czym też już wspominałem. Robert Kiyosaki twierdzi, że brak możliwości „ulepszenia" papierów wartościowych przez posiadacza jest ich wadą. Dla porównania podaje przykład związany z nieruchomościami, które można odremontować, co zwiększy ich wartość. Podobny zabieg jest niewykonalny w przypadku akcji. Z mojego punktu widzenia wygląda to jednak inaczej. Gdy inwestor znajdzie świetną spółkę, po co miałby cokolwiek ulepszać? Wystarczy, że zakupi jej akcje i cieszy się wysoką wartością biznesu oraz zyskami z nim związanymi.

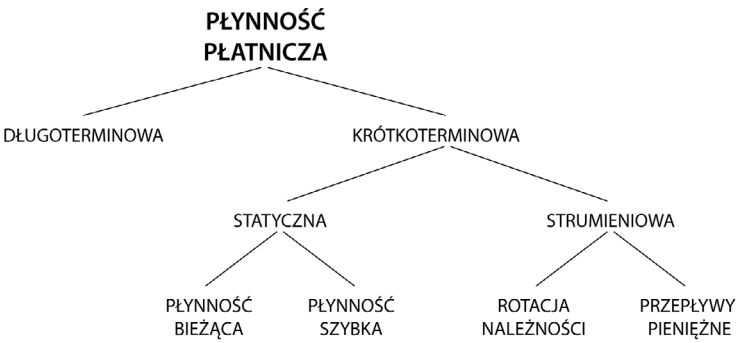


Rysunek 7.1. *Płynność*

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku przedsiębiorstw interesuje nas drugi przypadek płynności, mianowicie płynność płatnicza.

Płynność płatnicza może być rozpatrywana na kilka sposobów (rysunek 7.2).



Rysunek 7.2. *Płynność można mierzyć na kilka sposobów. Zaznaczam, że jest to mój własny podział. Literatura akademicka nie dzieli płynności w ten sposób. Uważam jednak, że dzięki temu czytelnik tej książki lepiej zrozumie omawiane zagadnienie.*

Źródło: opracowanie własne.

Powyższe terminy mogą się wydawać nieco zawiłe, ale w rzeczywistości są bardzo łatwe do zrozumienia. Tak naprawdę poruszałem już kwestię płynności przy okazji wskaźnika Kw/A. Nie robiłem jednak tego wprost. Wskaźnik ten nie tylko informuje inwestorów w jakim stopniu aktywa spółki są finansowane kapitałem własnym, ale jednocześnie pokazuje stopień płynności długoterminowej. Im więcej spółka posiada kapitałów własnych, tym więcej potencjalnego zabezpieczenia będzie posiadała w przypadku kłopotów z wierzycielami. Należy pamiętać jednak,

że jest to płynność wyłącznie długoterminowa, której istnienie jest konieczne, ale nie wystarczające! Pierwszy krok w stwierdzeniu, czy spółka jest warta zainteresowania od strony płynności, to obliczenie właśnie wskaźnika Kw/A. Jednak o wiele większą wagę inwestorzy powinni przykładać do płynności krótkoterminowej. Spółka może wykazywać świetną płynność w długim terminie, jednak i tak może zbankrutować. Ważne jest zatem zbadanie płynności krótkoterminowej, czyli wypłacalności spółki w ciągu roku obrotowego. Płynność krótkoterminową podzieliłem na dwa rodzaje. Płynność statyczna nie jest niczym innym, jak płynnością wyrażoną przy wykorzystaniu wartości bilansowych. Płynność strumieniowa jest płynnością w ujęciu przepływów pieniężnych. Jeżeli spółka „ściąga" z otoczenia gotówkę, mówimy o płynności strumieniowej. Łatwo się domyślić, że im więcej pieniędzy płynie do spółki, tym wyższa będzie jej płynność. Płynność statyczną oraz strumieniową można mierzyć na różne sposoby, dokładniej mówiąc — na cztery, które dla inwestora znaczą bardzo wiele. Na razie skupię się tylko na jednej z miar, mianowicie na przepływach pieniężnych. Pozostałe miary, okres spływu należności w dniach (rotacja należności) oraz płynność bieżącą, omówię przy okazji dokładnej analizy kondycji finansowej spółek.

Z płynnością związane jest jeszcze zjawisko nadpłynności. Ogólnie chodzi o to, że jeśli spółka posiada zbyt dużo gotówki w stosunku do swoich potrzeb, mówimy, że wykazuje nadpłynność. Teoretycy twierdzą, że podobnie jak brak płynności, również nadpłynność nie jest zjawiskiem pozytywnym, ponieważ przedsiębiorstwo nie wykorzystuje wtedy efektywnie swoich środków i traci przy tym możliwość skutecznego zarządzania rentownością. Jako inwestor nie uwzględniam istnienia zjawiska nadpłynności. W odróżnieniu od teoretyków uznaję nadpłynność za pozytywne zjawisko. Jeśli spółka wykazuje cechy nadpłynności, jest to bardzo pożądane zjawisko. Rozważania na temat nadpłynności kończą się w czasach kryzysów finansowych. Wtedy to największymi zwycięzcami okazują się właśnie te spółki, które w czasach prosperity miały za dużo gotówki w stosunku do swoich potrzeb. Kryzys finansowy to sytuacja, w której można nabyć wartościowe aktywa za bezcen. Kryzys można potraktować zatem jako totalną wyprzedaż albo ogromną promocję w świecie finansów. Niemądrze byłoby nie posiadać wtedy go-

tówki i nie udać się na zakupy, prawda? Z tego względu preferuję tzw. spółki nadpłynne, gdyż to one są potencjalnymi zwycięzcami kryzysowych czasów. Jak się jeszcze okaże, bardzo ważne jest, by spółka posiadała systematycznie zwiększającą się ilość gotówki, czy to w postaci pieniędzy na rachunku bankowym, czy w postaci krótkoterminowych papierów wartościowych. Ważne jest, aby spółka zawsze miała pod ręką pieniądz lub jego substytut, bo nigdy nie wiadomo, kiedy nadejdzie kolejny kryzys, który będzie można wykorzystać na atrakcyjne zakupy oraz inwestycje.

Tymczasem wracam do poszukiwań spółek giełdowych — zajmę się na razie wyłącznie mierzeniem ich płynności za pomocą przepływów pieniężnych. Wszystkie spółki, które zwycięsko przeszły dwa wstępne etapy analizy, poddałem w dalszej kolejności analizie pod kątem przepływów pieniężnych. Przepływy te ocenia się na podstawie rachunku przepływów pieniężnych. Każda spółka giełdowa zawiera taki rachunek w sprawozdaniu finansowym. Rachunek przepływów pieniężnych jest chyba najważniejszy po rachunku zysków i strat. Pokazuje, jak dużo gotówki „wpłynęło" do spółki oraz z niej „wypłynęło" — widać, ile spółka fizycznie otrzymała oraz ile pieniędzy fizycznie wydała. Można by zapytać, czy w rachunku zysków i strat nie widać czasem tego samego. Otóż widać, jednak nie do końca. Rachunek zysków i strat odzwierciedla wszystkie przychody, które niekoniecznie znalazły pokrycie w fizycznych wpływach. Wystarczy, że przedsiębiorca sprzeda swoje produkty, wyśle je do odbiorcy oraz wystawi na nie fakturę, aby wykazać przychód ze sprzedaży. Faktyczna zapłata może wpłynąć znacznie później. W rachunku zysków i strat widać wszystkie transakcje sprzedaży ogółem, także te, za które nie wpłynęła jeszcze płatność. Załóżmy, że spółka w rachunku zysków i strat wykaże świetne wyniki, tzn. dużą wartość sprzedaży i zysk netto, ale nikt jej nie zapłaci za sprzedane produkty. Wtedy rachunek przepływów pieniężnych będzie ujemny, czego nie będzie można zauważyć wprost na podstawie rachunku zysków i strat. Ważne jest zatem zapoznanie się z przepływami pieniężnymi. Poza tym rachunek przepływów jest najbardziej odporny na wszelkie manipulacje ze strony tzw. kreatywnych księgowych (o wiele łatwiej manipulować danymi finansowymi w bilansie, a później w rachunku zysków i strat). Powodem tej odporności jest wykazywanie środków

pieniężnych zgodnie z rzeczywistym stanem, tzn. pieniądz albo jest w spółce, albo go brakuje, i nie ma innej możliwości. W związku z tym kładę bardzo duży nacisk na umiejętność czytania rachunku przepływów pieniężnych. Poniżej zamieściłem przykładowy rachunek przepływów pieniężnych, na podstawie którego będę omawiał kolejne zagadnienia (tabela 7.1).

Tabela 7.1. *Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych KGHM (w tys. zł)*

		Za okres	
	Nota	**od 01.01.2009 do 31.12.2009**	**od 01.01.2008 do 31.12.2008**
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej			
Zysk netto		2 359 170	2 765 866
Korekty zysku netto	39	994 786	1 046 072
Podatek dochodowy zapłacony		(633 207)	(852 213)
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej		2 720 749	2 959 725
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej			
Nabycie jednostki zależnej, pomniejszone o przejęte środki pieniężne		(217 590)	(28 969)
Nabycie jednostki stowarzyszonej		—	(737 686)
Wpływy ze sprzedaży jednostki stowarzyszonej		—	8542
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych		(1 465 749)	(1 331 545)
Wpływy ze sprzedaży aktywów trwałych i wartości niematerialnych	39	23 386	17 580
Nabycie aktywów finansowych utrzymywanych do terminu wymagalności		—	(77 796)
Nabycie aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży		—	77 796
Wpływ ze sprzedaży aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży		20 000	208 440

Tabela 7.1. *Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych KGHM (w tys. zł) — ciąg dalszy*

		Za okres	
	Nota	**od 01.01.2009 do 31.12.2009**	**od 01.01.2008 do 31.12.2008**
Założenie lokat		(400 523)	—
Rozwiązanie lokat		(400 500)	—
Wydatki z tytułu udzielonych pożyczek		—	(100)
Wpływ z tytułu spłaty udzielonych pożyczek		1048	—
Odsetki otrzymane		5692	1004
Dywidendy otrzymane		418 474	183 162
Wydatki z tytułu udzielonych zaliczek na nabycie rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych		(22 030)	(14 629)
Inne wydatki inwestycyjne		(10 765)	(7409)
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej		(1 255 747)	(1 919 124)
Przepływy pieniężne z działalności finansowej			
Wpływy związane z transakcjami z udziałowcami mniejszościowymi		57	—
Wydatki związane z nabyciem akcji własnych w celu umorzenia		(9)	—
Wpływy z tytułu otrzymanych kredytów i pożyczek		98 136	77 702
Wydatki z tytułu spłaty kredytów i pożyczek		(56 941)	(85 190)
Spłata zobowiązania z tytułu leasingu finansowego		(8333)	(4484)
Odsetki zapłacone		(14 756)	(15 317)
Dywidendy wypłacone akcjonariuszom jednostki dominującej		(2 336 000)	(1 800 000)
Dywidendy wypłacone akcjonariuszom mniejszościowym		—	(74)
Inne wpływy finansowe		96	—

Tabela 7.1. *Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych KGHM (w tys. zł) — ciąg dalszy*

	Nota	Za okres od 01.01.2009 do 31.12.2009	Za okres od 01.01.2008 do 31.12.2008
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej		(2 317 750)	(1 827 363)
Przepływy pieniężne netto razem			
(Straty)/ Zyski z różnic kursowych z tytułu wyceny środków pieniężnych i ich ekwiwalentów		(15 938)	40 429
Zmiana stanu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów		**(868 686)**	**(746 333)**
Stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów na początek okresu	**15**	**2 065 763**	**2 812 096**
Stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów na koniec okresu	**15**	**1 197 077**	**2 065 763**
w tym środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania		15 833	2648

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdania skonsolidowanego KGHM za rok 2009.

Rachunek przepływów pieniężnych to nic innego jak wpływy i wydatki gotówki. Jest on podzielony na trzy części według obszarów działalności przedsiębiorstwa. Podział jest trochę inny niż w przypadku rachunku zysków i strat, gdzie mieliśmy działalność podstawową, czyli operacyjną, finansową i gospodarczą. Rachunek przepływów pieniężnych podzielony jest zgodnie z wpływami i wydatkami związanymi z działalnością operacyjną, inwestycyjną oraz finansową.

Działalność operacyjna to działalność podstawowa spółki, czyli ta, do której ona została powołana. Jeżeli spółka zajmuje się produkcją odzieży, jej działalnością podstawową jest szycie odzieży i ewentualnie jej dystrybucja. Jeżeli spółka jest producentem soków owocowych, jej działalność operacyjna koncentruje się na zbiorze i przetwórstwie owoców. Ważne, żeby spółka zarabiała na swojej działalności podstawowej.

Jeśli spółka zarabia, w rachunku przepływów pieniężnych w pozycji „przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej" pojawi się wartość dodatnia. Jeżeli jednak spółka będzie ponosiła straty, na tej pozycji może pojawić się wartość ujemna, którą prezentuje się nie z minusem, a w nawiasach.

Działalność inwestycyjna oraz finansowa to obszary wspomagające działalność operacyjną. **Działalnością inwestycyjną** nazywamy wszelkie wydatki związane z zakupem majątku, czyli środków trwałych, oraz wartości niematerialnych i prawnych (na przykład licencji lub patentów). Działalnością inwestycyjną jest również nabycie akcji lub udziałów innych przedsiębiorstw z zamiarem czerpania zysków z dywidendy. Każdy inwestor chciałby, aby jego spółka inwestowała w celu zwiększania swojego potencjału. Jeśli spółka inwestuje, „przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej" będą ujemne — i jest to pożądana sytuacja. W takim przypadku spółka wydaje pieniądze na inwestycje, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w zwiększonych przepływach z działalności operacyjnej. Zdarza się tak, że spółka zarabia na działalności inwestycyjnej, co oznacza, że sprzedaje swój majątek i osiąga z tego tytułu zyski.

Natomiast **działalnością finansową** jest pozyskiwanie środków pieniężnych z zewnętrznych źródeł. Wszystkie uzyskane przez spółkę kredyty i pożyczki będą wpływały na dodatnie przepływy pieniężne z tej działalności. Jeśli spółka będzie spłacała zadłużenie, znajdzie to odzwierciedlenie w ujemnych[2] wartościach w przepływach z tej działalności. Dodatnie przepływy finansowe występują zazwyczaj w przypadku prowadzenia intensywnych inwestycji. Wtedy to wpływy dodatkowej gotówki przekładają się na jej wydatkowanie w obszarze działalności inwestycyjnej.

Zasadniczo istnieje osiem przypadków różnych kombinacji przepływów pieniężnych, które bardzo wiele mówią o płynności krótkoterminowej spółek. Właśnie te osiem przypadków stanowi trzeci etap analizy wybranych wcześniej spółek.

---

[2] Ujemna wartość ma w tym przypadku wydźwięk pozytywny, a nie negatywny.

Przedstawione tu możliwe scenariusze przepływów pieniężnych nie są niczym osobliwym. W internecie można znaleźć podobne tabele prezentujące te same kombinacje, jednak żeby do nich dotrzeć, trzeba wiedzieć, czego szukać. Nikt nie uświadamia początkujących inwestorów, jak ważna jest analiza przepływów pieniężnych.

Plusy i minusy w tabeli 7.2 są znakami przepływów pieniężnych netto z danej działalności. Na tym etapie nie będziemy się przyglądać konkretnym wartościom tych przepływów, tylko ich znakom.

Tabela 7.2. *Rodzaje możliwych przepływów pieniężnych*

Przypadki płynności	**I**	**II**	**III**	**IV**	**V**	**VI**	**VII**	**VIII**
Działalność operacyjna	+	+	+	–	–	–	–	+
Działalność inwestycyjna	+	+	–	–	+	–	+	–
Działalność finansowa	+	–	–	–	+	+	–	+

Źródło: opracowanie własne.

Przypadek I — wszystkie trzy rodzaje działalności generują wpływy. Teoretycy twierdzą, że jest to bardzo korzystna sytuacja, a spółka może wtedy wykazywać nawet cechy nadpłynności. Moim zdaniem jest inaczej. Widać, że spółka wykazuje zysk z działalności operacyjnej, co jest jak najbardziej pozytywnym zjawiskiem. Spółka musi zarabiać na działalności, do której została powołana, bo tylko wtedy ma szansę przetrwać w długim okresie. Jeśli generuje ciągłe straty, co przełoży się na ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, prędzej czy później zbankrutuje. Dodatnia działalność inwestycyjna oznacza zarabianie na sprzedaży majątku, czyli akcji i/lub udziałów oraz majątku produkcyjnego i/lub wartości niematerialnych. Spółka powinna dążyć do gromadzenia majątku, a nie do pozbywania się go. Dodatnia działalność finansowa oznacza pozyskiwanie zewnętrznych środków pieniężnych. Jeżeli zewnętrzne środki pieniężne potrzebne są spółce do prowadzenia inwestycji, których jednak spółka nie prowadzi, to co można powiedzieć o działalności operacyjnej? Jeżeli w praktyce inwestor spotka spółkę ge-

nerującą wyłącznie dodatnie przepływy pieniężne, powinien dowiedzieć się ze sprawozdania finansowego, czym jest spowodowana taka sytuacja, ponieważ jednoznaczna ocena takiej spółki wyłącznie na podstawie znaków przepływów pieniężnych może się okazać nieprawidłowa.

Przypadek II — najczęściej tego typu przepływy występują w spółce, w której zachodzi proces restrukturyzacji. Spółka taka spłaca zadłużenie, co widać po ujemnych przepływach z działalności finansowej, z wykorzystaniem wpływów z działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Innymi słowy, zyski z podstawowej działalności są zbyt małe, aby spółka mogła w całości spłacić swoje zadłużenie, z tego powodu posiłkuje się wyprzedażą majątku, co znajduje odzwierciedlenie w dodatnich przepływach z działalności inwestycyjnej. Sprzedaż majątku niekoniecznie musi oznaczać pozbywanie się majątku produkcyjnego, lecz na przykład długoterminowych aktywów finansowych, czyli akcji lub udziałów w innych przedsiębiorstwach. Z punktu widzenia inwestora ważne jest zachowanie spółki po okresie restrukturyzacyjnym. Jeżeli restrukturyzacja przyniosła pozytywne rezultaty, spółka powinna zacząć zachowywać się zgodnie z przypadkiem III. Ważne są też przyczyny finansowe, które doprowadziły przepływy pieniężne spółki do stanu wskazującego na jej prawdopodobną restrukturyzację.

Przypadek III — najbardziej pożądany przez inwestorów długoterminowych. Spółki wykazujące ten typ przepływów pieniężnych są przedsiębiorstwami o bardzo stabilnej kondycji finansowej. Po okresie inwestycji oraz wzrostu osiągają stabilną pozycję branżową i finansową. Nie oznacza to, że podmioty takie się nie rozwijają — byłoby to nieprawdziwe stwierdzenie. One się rozwijają, ale w wolniejszym tempie w porównaniu do początkowej fazy działalności. Spółki, których przepływy pieniężne można zaklasyfikować zgodnie z omawianym przypadkiem, zarabiają na działalności operacyjnej, dokonują inwestycji w celu zwiększenia potencjału produkcyjnego, skali działalności oraz spłacają zadłużenie.

Przypadek IV — taka spółka jest prawdopodobnie bankrutem. Żaden inwestor nie chciałby, aby jego spółki zachowywały się w ten sposób. Warto dokładniej przejrzeć rachunek przepływów pieniężnych, aby się dowiedzieć, z jakiego powodu spółka bankrutuje, ale na pewno nie warto w nią inwestować pieniędzy. Spółka taka jest często bardzo mocno

zadłużona i próbuje spłacać zadłużenie, co widać po ujemnych przepływach finansowych. Zadłużenie to nie jest spłacane z zysków operacyjnych, ponieważ ich nie ma. Spółka jeszcze dokonuje inwestycji, co przypomina chwytanie się brzytwy przez tonącego. Potencjalne inwestycje dokonywane prawdopodobnie w oparciu o rezerwy finansowe być może przełożą się na zyskowność działalności operacyjnej, na co spółka prawdopodobnie liczy. Pisałem we wcześniejszych rozdziałach, że nie jestem przeciwnikiem zadłużenia, lecz zwolennikiem jego rozsądnego wykorzystywania. Spółki nadmiernie wykorzystujące efekt dźwigni finansowej są bardziej narażone na tego typu scenariusz.

Przypadek V — jeśli spółka znajduje się w stanie tymczasowych kłopotów, może zachowywać się zgodnie z przypadkiem V. Generuje ona ujemne przepływy operacyjne, co oznacza straty na działalności podstawowej. W celu przetrwania spółka posiłkuje się zewnętrznymi źródłami finansowania, najczęściej zaciąga kredyt. Może także sprzedawać majątek, aby częściowo uniknąć konieczności zadłużenia. Ważne jest sprawdzenie przyczyn trudnej sytuacji finansowej. Przypadek V nie jest szkodliwy, jeśli występuje przejściowo, po czym spółka znów zaczyna generować zyski. Problem pojawia się, gdy spółka zachowuje się na przykład tak jak w przypadku III, znalazła się w przypadku V i w nim została. Szybko może się okazać, że spółka przejdzie do przypadku IV, czego nie chce żaden inwestor.

Przypadek VI — jest to charakterystyczny model przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstw typu start-up, znajdujących się we wczesnej fazie działalności. Jedynym źródłem finansowania takich przedsiębiorstw są źródła zewnętrzne w postaci na przykład zadłużenia, emisji akcji lub inwestora strategicznego. Przedsiębiorstwo takie nie wykazuje zysków z działalności podstawowej, co nie jest dziwne, oraz dokonuje inwestycji.

Przypadek VII — moim zdaniem spółka wykazująca taką sekwencję przepływów pieniężnych jest bankrutem, chyba że wystarczy jej majątku na pokrycie zobowiązań. Spółka taka wyprzedaje majątek w celu spłaty wierzycieli, ponieważ nie generuje zysków. Nie warto oczywiście inwestować swoich pieniędzy w taki podmiot.

Przypadek VIII — to przypadek przepływów pieniężnych spółki, która znajduje się na etapie rozwoju. Przeszła ona fazę start-up, a jej przepływy zmieniły swój model z VI na VIII. Spółki takie posiłkują się zewnętrznymi źródłami finansowania w celu dokonania często wzmożonych inwestycji. Ryzyko inwestorów systematycznie spada. Jeżeli spółka nie popełni znaczącego błędu, ma szanse osiągnąć stabilną pozycję prezentowaną przez przypadek III.

Najbardziej pożądanymi przez inwestorów przypadkami przepływów pieniężnych spółek są przypadki III oraz VIII. Przypadki II oraz V należałoby przeczekać, aby zorientować się w dalszym rozwoju wydarzeń. Zdecydowanie należy unikać sytuacji IV oraz VII, chyba że ktoś lubi mocne wrażenia. Sytuacja VI zależy od perspektyw rozwojowych spółki oraz branży, trudno zatem jednoznacznie określić, czy jest pożądana, czy nie. Przypadek I rzadko występuje, przynajmniej ja nie spotkałem jeszcze spółki cechującej się wyłącznie dodatnimi przepływami pieniężnymi. Jednak doradzam ostrożne podejście — głębszą analizę takiego przedsiębiorstwa przed podjęciem decyzji inwestycyjnej.

Powyższe schematy przepływów pieniężnych, które mogą pojawić się w spółkach, nie powinny stanowić jedynej podstawy do wyciągania wniosków o ogólnej płynności spółki. Dają one wstępne, ale bardzo solidne pojęcie o wypłacalności przedsiębiorstwa. Nigdy nie należy podejmować decyzji wyłącznie w oparciu o zaprezentowane przypadki przepływów. Jeśli spółka posiada solidne przepływy, istnieje duże prawdopodobieństwo kształtowania się jej kondycji finansowej na zadowalającym poziomie. Zawsze jednak należy stosować się do filozofii bankowców — „ufaj, ale sprawdzaj". Ponadto trzeba również zerknąć do szczegółowych pozycji rachunku przepływów pieniężnych, aby sprawdzić, co wpływa najsilniej na dany obszar działalności — wpływy czy wydatki. W jakiej są one wysokości w odniesieniu do innych pozycji danego obszaru działalności? Zawsze też należy poszukiwać odpowiedzi na pytanie, dlaczego jest tak, a nie inaczej. Uwagę inwestora powinny przyciągać duże — w porównaniu do innych pozycji sprawozdania — liczby.

Możliwe kombinacje znaków przepływów pieniężnych poznałem na jednym z wykładów w ramach przedmiotu finanse przedsiębiorstw. Po

wykładzie postanowiłem zastosować dane z tabeli 7.2 w praktyce. Uznałem, że zastosowanie zdobytej wiedzy (bezpośrednio po wykładzie nie zdawałem sobie sprawy z jej wartości) w ramach trzeciego etapu analizy spółek będzie chyba najtrafniejsze. I tak się okazało! Spójrzmy najpierw na wyniki, które uzyskałem (tabela 7.3).

Tabela 7.3. *Przyporządkowanie modeli przepływów pieniężnych z tabeli 7.2 do wybranych wcześniej spółek*

Lata	Teresa Medica	Świecie	Sanok	PGF	Kęty	Dębica	Mennica	KGHM	Śnieżka	Mostostal Płock	McLogic	Wawel
1997		III	III	Brak	III	III	IV	III	Brak	*III*	VIII	VIII
1998		III	III	VI	VIII	II	VIII	III	Brak	*VIII*	VIII	III
1999		III	III	VI	VIII	III	VIII	III	Brak	*III*	VIII	**II**
2000		III	III	VIII	VIII	III	VIII	VIII	Brak	*IV*	VI	**V**
2001		III	III	III	VIII	III	VI	VIII	VIII	*II*	III	**II**
2002		Brak	III	III	III	III	III	III	VIII	*IV*	III	III
2003		Brak	III	III	III	III	III	III	VIII	*V*	III	III
2004	III	II	III	VIII	III	III	II	III	III	*III*	III	VIII
2005	III	II	VIII	III	III	III	III	III	III	*II*	III	VIII
2006	III	III	III	**II**	VIII	VIII	III	III	VIII	*IV*	III	III
2007	VIII	III	III	**VIII**	VIII	III	III	III	III	*III*	III	III
2008	III	VIII	VIII	**VIII**	III	VIII	III	III	III	*III*	III	III
2009	III	VIII	III	**II**	III	III	III	III	III	*IV*	III	III

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

Trzebi etap analizy był bardzo ciekawy, naprawdę. Okazało się, że spółki cechujące się dość dobrymi poziomami wskaźników ROE oraz Kw/A miały zachwianą płynność. (Na trzecim etapie poszukiwania spółek inwestor przypomina raczej detektywa finansowego). Po analizie tabeli 7.3 wyciągnąłem podobne wnioski jak w przypadku drugiego etapu: przepływy pieniężne takich spółek jak Wawel czy Mennica pokryły się

z zawirowaniami finansowymi przełomu tysiącleci. Niemniej dopiero analiza przepływów pieniężnych dostarczyła mi dokładniejszych informacji na temat tego, co tak naprawdę w trawie piszczy… Zdziwiła mnie sytuacja spółki Mostostal Płock. Przypomnę, że ROE tej spółki kształtowało się średnio na poziomie prawie 13% przez okres 13 lat, a stosunek kapitałów własnych do aktywów wynosił przeciętnie prawie 70%. Jest to całkiem zadowalający wynik — może nie są to rewelacyjne wartości wskaźników, ale najgorzej też się nie prezentują. Gdybym zdecydował się inwestować w tę spółkę bez analizy przepływów pieniężnych, popełniłbym znaczący błąd. W tabeli 7.3 widać, że spółka ta cały czas balansowała na krawędzi wypłacalności. Nie jest to dobry znak, dlatego od razu odrzuciłem Mostostal Płock. Na szczególną uwagę zasługuje zaś PGF, spółka, która w latach 2006 – 2009 przeprowadzała prawdopodobnie restrukturyzację. Postanowiłem wstrzymać się z podejmowaniem dalszej analizy tej spółki na rzecz jej obserwacji. Dopiero gdy zobaczę wyniki tej spółki za rok 2010, będę mógł ocenić, czy działania związane z prawdopodobną restrukturyzacją[3] okazały się skuteczne. Natomiast Wawel w latach 1999 – 2001 znalazł się przejściowo w trudniejszej kondycji finansowej, z której jednak przeszedł w generowanie zysków i tak już zostało.

Spółkami, które w mojej opinii posiadają idealną sytuację pod względem przepływów pieniężnych, są:

- KGHM,
- Teresa Medica,
- Dębica,
- Sanok,
- Śnieżka,
- McLogic,
- Mennica.

[3] Używam określenia „prawdopodobna restrukturyzacja", ponieważ nie analizowałem sprawozdań finansowych tej spółki, wnioski wyciągam więc na tym etapie tylko na podstawie przepływów pieniężnych.

Do etapu dokładnej analizy zakwalifikowałem KGHM, gdyż jest to solidne, duże przedsiębiorstwo o bardzo stabilnych zyskach (nie oznacza to oczywiście, że inne spółki nie są odpowiednie dla inwestorów). Choć jestem zainteresowany szczególnie Polską Grupą Farmaceutyczną oraz spółką Teresa Medica, w związku z ich dobrą kondycją finansową oraz perspektywami branży, w których działają, wybrałem tylko KGHM, ponieważ jest to spółka w rodzaju podmiotów wybieranych przez Warrena Buffeta, a poza tym łatwo na tym przykładzie nauczyć się analizy sprawozdań finansowych.

8.
Środowisko działalności spółki

Spośród wszystkich spółek notowanych na głównym parkiecie GPW wybrałem do dalszej analizy 12 podmiotów. Większość z nich posiadała ponad dziesięcioletnią historię wyników finansowych, więc ich dokładna analiza zajęłaby naprawdę sporo czasu. Musiałem w jakiś sposób uprościć sobie zadanie i ograniczyć liczbę spółek wyłącznie do tych najbardziej interesujących. Wiedziałem, że poszukiwanie kolejnych kryteriów finansowych, które zawęziłyby liczbę okazji inwestycyjnych, było bezcelowe — główne kryteria finansowe, które ustaliłem, są wystarczająco rygorystyczne, aby dotrzeć do ciekawych fundamentalnie podmiotów. Gdy zdałem sobie sprawę, ile czasu będzie mnie kosztowała lektura wszystkich sprawozdań finansowych wybranych spółek, postanowiłem jeszcze trochę pomyśleć nad sposobem uproszczenia sobie pracy. Żeby Czytelnik łatwiej zrozumiał, jak dużych nakładów czasu oraz pracy potrzeba do zapoznania się ze sprawozdaniami finansowymi, podam szacunkową liczbę stron, z którymi należy się zaznajomić podczas analizy kondycji finansowej dwunastu wybranych wcześniej spółek. Jeśli przyjąć, że spółki posiadają dziesięcioletnią historię wyników, a jedno sprawozdanie finansowe ma 100 stron, to trzeba przeczytać łącznie 1000

stron samych sprawozdań. Do tego dochodzi jeszcze około 600 stron prospektu emisyjnego i bieżące informacje. Teraz wystarczy przemnożyć 1600 stron przez 12 spółek, co daje 19 200! Z tego powodu dążyłem do maksymalnego ograniczenia potencjalnych nakładów analitycznych. Dokładna analiza jednej spółki posiadającej przynajmniej dziesięcioletnią historię wyników zajmuje około jednego miesiąca — tyle czasu zajęło mi poznawanie KGHM-u. Oczywiście można skrócić ten czas, zwiększając intensywność analizy, ale według mnie nie ma to sensu, ponieważ nie samym inwestowaniem człowiek żyje.

Kiedy zastanawiałem się nad kolejnym kryterium selekcji, przypomniało mi się to, co powiedział Warren Buffett o warunkach zarządczych oraz branżowych, które powinny spełniać jego spółki. (Przypomnę, że Buffett uwielbia podmioty posiadające trwałą przewagę konkurencyjną). Tego typu spółki określane są przez niego mianem zamków z głębokimi fosami, w których pływają piranie i krokodyle. Niegdyś nie rozumiałem tej metafory, ale teraz dokładnie wiem, co Buffett miał na myśli. W odniesieniu do czynnika trwałej przewagi konkurencyjnej należy brać pod uwagę te właściwości spółki, które nie pozwolą, aby konkurencja stała się równie skuteczna lub, co gorsza, skuteczniejsza w działalności operacyjnej niż ona. Przewagą konkurencyjną są takie atuty spółek, których nie mają inne podmioty z branży, a które są trudne lub praktycznie niemożliwe do odwzorowania przez konkurencję. Świetną ilustrację trwałej przewagi konkurencyjnej można podać, przytaczając przykład spółki notowanej na warszawskim parkiecie — Polskiej Grupy Energetycznej (PGE). Spółka ta znaczną część energii elektrycznej i cieplnej produkuje z własnych złóż węgla. Dla porównania spółka Tauron, zajmująca w polskim sektorze energetycznym drugie miejsce za PGE, również posiada własne złoża węgla, ale jego ilość przeznaczona do produkcji energii jest o połowę mniejsza niż w przypadku PGE. Tauron jest zatem zmuszony do kupna węgla od odbiorców zewnętrznych, co zwiększa koszty działalności operacyjnej. PGE pod tym względem posiada przewagę kosztową, gdyż przy niższych kosztach w stosunku do konkurencji może uzyskać wyższą marżę, co przekłada się na wyższy zysk ze sprzedaży, a w ostatecznym rozrachunku — na wysokość ROE. Poza tym Buffett poszukuje dużych spółek o prawie monopolistycznej pozy-

cji w branży. Sam nie skupiam się wyłącznie na dużych spółkach, zwracam uwagę na mniejsze podmioty, o ile są dobrze zarządzane i posiadają stabilną kondycję finansową. Na razie jednak postanowiłem skupić się na dużych, stabilnych podmiotach. Jeśli dzisiaj rozpatruję możliwość kupna akcji spółek pod względem branży, w której działają, to wzorem Petera Lyncha wolę lidera słabszej branży niż słabą spółkę w mocnej branży.

Postanowiłem wykorzystać kryterium trwałej przewagi konkurencyjnej w swoich poszukiwaniach, pamiętając również o wyszukiwaniu podmiotów o prawie monopolistycznej pozycji branżowej, których produkty cechują się wysoką jakością. Informacje na temat pozycji branżowej spółek są dostępne zazwyczaj na ich stronach internetowych oraz w sprawozdaniach finansowych. Przy ocenie pozycji branżowej warto zapoznać się z prospektem emisyjnym oraz najbardziej aktualnym sprawozdaniem finansowym, aby się dowiedzieć, czy uległa ona zmianie i co ją ewentualnie spowodowało. Oczywiście jestem zwolennikiem bieżącego śledzenia poczynań spółek, których akcje posiadam, co pozwala na stałą kontrolę sytuacji, a co za tym idzie — również pozycji branżowej.

Informacji o produktach wytwarzanych przez spółki postanowiłem poszukać najpierw na ich stronach internetowych, a potem na branżowych forach dyskusyjnych. Analizowałem opinie różnych użytkowników produktów spółek, aby dowiedzieć się czegoś więcej o jakości oferowanej przez moje podmioty. Poniżej przedstawiam tok mojego rozumowania w odniesieniu do każdej ze spółek:

- Teresa Medica: branża medyczna, produkty rehabilitacyjne i prewencyjne, na przykład opaski uciskowe, pasy przepuklinowe, pasy ciążowe itp. Opinie użytkowników produktów tej spółki znalezione na forach dyskusyjnych były bardzo pochlebne. Jedynym mankamentem zauważonym przez użytkowników była cena, która jednak jest z nawiązką kompensowana jakością. Branża medyczna i ochrona zdrowia są według mnie bardzo dochodowe, dlatego tego typu spółki stanowią potencjalnie atrakcyjne okazje inwestycyjne. Teresa Medica posiada stabilną sieć dystrybucji swoich produktów i od samego początku działalności znajduje się w rękach

tej samej rodziny. Obecnie córka założycielki spółki posiada ponad 90% głosów na zgromadzeniach akcjonariuszy oraz zasiada w zarządzie. Za Walterem Schlossem uważam, że jeśli zarząd posiada znaczne pakiety akcji spółki, którą kieruje, będzie dbać o jej wartość. Z lektury sprawozdań finansowych dostępnych na stronie internetowej wnioskuję, że jest to spółka bardzo wartościowa. W 2009 roku wystąpił znaczny spadek wskaźnika ROE, który początkowo mnie zaniepokoił, ale okazało się, że był on spowodowany wahaniami kursowymi. Teresa Medica jest importerem różnych surowców produkcyjnych, a niekorzystny kurs euro odbił się na zyskowności sprzedaży.

- Dębica: branża oponiarska, stabilna kondycja finansowa, ale mało konkurencyjny produkt. Przeszukałem fora branżowe oraz opinie użytkowników w serwisach poświęconych oponom i okazało się, że nie wprawiały one w zachwyt. Większość użytkowników zaznaczała, że za cenę płaconą za opony Dębicy można nabyć inne o wiele lepsze produkty. Opinii negatywnych było więcej niż pozytywnych, co było zastanawiające. Poszukiwałem spółki, której produkty cieszyłyby się uznaniem wśród klientów, bo to ostatecznie od nich zależy sukces przedsiębiorstwa. Zrezygnowałem z dalszej analizy tej spółki.
- KGHM: branża metalowa, wydobywanie i przetwórstwo miedzi, bardzo stabilna kondycja finansowa, iście monopolistyczna pozycja branżowa, wyroby z miedzi wykorzystywane są na przykład w przemyśle elektronicznym i elektrotechnicznym. Spółka zajmuje drugie miejsce na świecie w wytwarzaniu produktów w oparciu o srebro i miejsce w pierwszej dziesiątce spółek produkujących wyroby z miedzi. Wypłaca sporą jak na polskie warunki dywidendę, która osiąga stopę nawet 10%. W Polsce KGHM nie ma konkurencji. Jego przewagą jest moim zdaniem realizowanie rozwoju drogą wzrostu organicznego, czyli poprzez zwiększanie mocy produkcyjnej oraz sprzedaży. Z danych KGHM-u wynika, że inne, zagraniczne spółki zajmujące się wydobyciem i przetwórstwem miedzi posiadają niższe koszty produkcji, ale rozwijają się w oparciu o fuzje i przejęcia, co nie jest zbyt korzystne. Jeśli spółka rozwija się głównie w oparciu o przejęcia innych firm z branży, szybko mo-

że dojść do sytuacji, w której nie będzie kogo przejmować. KGHM jest spółką idealną dla inwestorów poszukujących stabilnych zysków oraz w miarę systematycznej wypłaty dywidend. W ostatecznym rozrachunku zdecydowałem się kupić akcje tej spółki, jeśli ich cena spadnie co najmniej poniżej wartości księgowej.

- PGF: z uwagi na przepływy pieniężne z roku 2009, wskazujące na prawdopodobną restrukturyzację spółki, wstrzymałem się na razie z dalszą analizą. PGF działa w branży farmaceutycznej, która zaraz po przemyśle zbrojeniowym jest najbardziej dochodowa. Postanowiłem jednak poczekać na sprawozdanie finansowe za rok 2010 oraz na odpowiedni, niższy poziom ceny akcji tej spółki, a potem podjąć decyzję.
- Mondi Świecie: przemysł drzewny i papierniczy — nie satysfakcjonuje mnie wysokość marż tej spółki. Marża na sprzedaży wynosi 30,47%, co nie jest wartością imponującą, natomiast marża zysku netto to niespełna 4% (3,75%).
- Wawel: długo się zastanawiałem, czy kupować akcje tego podmiotu, ponieważ działa on w branży spożywczej, a na dodatek posiada bardzo dobrą kondycję finansową. Jednak gdy przemyślałem konkurencyjność produktów spółki Wawel, okazało się, że nie są one wystarczająco atrakcyjne na tle podobnych produktów z branży. Wystarczy przejść się do najbliższego supermarketu, aby się zorientować, że bliskim substytutem słodyczy produkowanych przez Wawel są te produkowane przez spółkę Mieszko. Poza tym są jeszcze wyroby Wedla, Milki czy spółki Lindt. Konsumenci nie są więc ograniczeni do wyrobów jednego podmiotu, ale mogą nabyć wyroby innych producentów, którzy oferują produkty tej samej oraz lepszej jakości. Ostatecznie zaniechałem kupna akcji spółki Wawel.
- Mostostal Płock: analiza przepływów pieniężnych wykazała wątpliwą kondycję finansową tej spółki, w związku z tym nie zajmowałem się nią więcej.
- Mennica: spółka z tej samej branży co KGHM produkuje, np. pieniądze. Jest ona bardzo stabilnym finansowo podmiotem, jednak mniej zyskownym niż KGHM. Buffett mówi, że dodawanie kolejnej spółki do portfela inwestycyjnego ma sens, jeśli jest ona lepsza

niż spółki, których akcje inwestor już posiada. Jako, że na obecnym etapie najlepszą spółką kandydującą do portfela inwestycyjnego jest KGHM, a Mennica nie posiada lepszych wyników finansowych niż Kombinat Miedziowy, zdecydowałem nie kupować jej akcji.

- Sanok: przemysł gumowy, produkcja opon. Po dokładniejszym przyjrzeniu się branży samochodowej, która jest ściśle związana z branżą gumową, stwierdziłem, że podlega ona dużej sezonowości. Nie szukam spółek, których przychody ze sprzedaży, a w konsekwencji również zysk netto podlegają sezonowym wahaniom, odrzuciłem zatem również Sanok.
- Śnieżka: z tą spółką jest podobnie jak ze spółką Wawel. Śnieżka posiada dobrą kondycję finansową i działa w ciekawej branży, którą też uznałem za kryzysoodporną. Produkty Śnieżki muszą jednak konkurować z podobnym asortymentem, produkowanym przez konkurentów, dlatego nie kupowałem jej akcji.
- McLogic: produkcja oprogramowania dla firm. Ogólnie rzecz biorąc, istnieją inni światowi producenci oprogramowania dla różnych odbiorców mający na rynku o wiele więcej do powiedzenia niż McLogic. Branża informatyczna ponadto rozwija się bardzo szybko, a ja jakoś nie potrafię sobie wyobrazić, jak będzie ona wyglądała za kilkanaście lat.

Ostatecznie postanowiłem przyjrzeć się dokładnie tylko spółce KGHM. Jeśli chodzi o resztę, to uważam, że bardzo obiecująca jest Teresa Medica, Wawel oraz Śnieżka również są atrakcyjnymi podmiotami, bardzo konserwatywni inwestorzy mogą zaś rozważyć zakup akcji Mennicy.

9.

Jak analizować pojedynczą spółkę?

Warren Buffett podkreśla konieczność poznania zachowania wybranej spółki giełdowej w trzech obszarach jej działalności: finansów, branży oraz zarządzania (rysunek 9.1). Ja trochę poszerzyłem jego koncepcję o wstępną selekcję spółek giełdowych. Ostatecznie jednak dane finansowe, z którymi zdążyłem się wcześniej zapoznać, są zbyt powierzchowne. Po zakończeniu wstępnej selekcji spółka z dobrą kondycją finansową i tak wymaga jeszcze sprawdzenia w ramach dokładniejszej analizy jej sprawozdań finansowych.

Buffett uważa, że analizę spółki należy rozpoczynać od rozeznania się w jej branży, potem w jakości zarządzania, a zakończyć zapoznaniem się z finansami. Sprawozdania finansowe oraz prospekty emisyjne są budowane w podobny sposób: na początku prezentuje się uwarunkowania branżowe, a dopiero pod koniec dane finansowe. Według mnie dwa podejścia analityczne — branżowe oraz finansowe — są kluczowe.

Rysunek 9.1. *Obszary analizy spółki giełdowej*

Źródło: opracowanie własne.

W pierwszym przypadku inwestor rozpoczyna analizę od rozpoznania branży, w której działa spółka. Plusem tego podejścia jest poznanie środowiska działania wszystkich spółek z obszaru danego typu działalności. Jeśli okaże się, że branża jest mało obiecująca, na przykład cechuje się niskimi marżami i dużą konkurencją, można zrezygnować z analizowania jakiejkolwiek spółki w niej działającej. Przy analizowaniu branży inwestor hurtowo pozbywa się mało obiecujących spółek. Drugie podejście polega na selekcji spółek w oparciu o ich kondycję finansową. Ja wybrałem to podejście, ponieważ właśnie do informacji finansowych miałem dostęp. Rozpoczynanie analizy od strony branżowej i finansowej jest zalecane w różnych przypadkach, a w zależności od informacji, do jakich inwestor posiada dostęp, sam wybierze sobie rodzaj podejścia. Stwierdziłem, że łatwiej będzie mi wyszukać spółki, jeśli będę bazować na danych finansowych w dostępnych serwisach internetowych, niż gdy będę żmudnie gromadzić informacje na temat warunków branżowych. Jeśli jednak inwestor posiada usystematyzowane w jakiś sposób informacje branżowe, nic nie stoi na przeszkodzie, aby właśnie od analizy branży rozpocząć poznawanie spółek. Należy pamiętać, że mianem solidnej spółki można określić ten podmiot, który będzie się dobrze sprawował we **wszystkich** trzech obszarach pokazanych na rysunku 9.1. Przez „dobre sprawowanie" rozumiem solidną kondycję finansową,

o której wstępne pojęcie już uzyskałem wcześniej, a którą zajmę się o wiele dokładniej, trwałą przewagę konkurencyjną, o której pisałem w poprzednim rozdziale, oraz dobre zarządzanie firmą, co zaraz wyjaśnię.

Po wyborze spółki — czy to za pomocą kryteriów finansowych, tak jak ja to zrobiłem, czy z zastosowaniem kryteriów branżowo-biznesowych — trzeba przystąpić do jej dokładnej analizy. Schemat poszczególnych etapów „rozpoznawania terenu" przedstawiłem na rysunku 9.2. W taki sposób analizuję wszystkie spółki — według mnie jest on skuteczny. Każdy inwestor może zmodyfikować przedstawiony przeze mnie schemat, dowolnie zmieniając kolejność poszczególnych elementów, jednak żadnego z nich nie powinien pominąć.

Rysunek 9.2. *Poszczególne etapy analizy wybranej spółki*

Źródło: opracowanie własne.

Na marginesie: nie bez kozery mówię o „rozpoznaniu terenu" — chcę podkreślić jego wagę, z której niewielu uczestników rynku zdaje sobie sprawę. Już starożytni Chińczycy wiedzieli, że jeśli chce się odnieść zwycięstwo, ważne jest poznanie wroga przed rozpoczęciem wojny. Sun Tzu pisze w *Sztuce wojny*[1] o kilku pytaniach, na które powinien sobie odpowiedzieć dowódca, zanim podejmie działania wojenne. Pytania te dotyczą przewagi wynikającej z ukształtowania terenu, z posłuchu władcy

[1] Sun Tzu, Sun Pin, *Sztuka wojny*, Gliwice, Onepress 2004.

u ludu czy umiejętności generałów. Inwestor, przeprowadzając rozpoznanie spółki, nie jest dowódcą wojska szykującego się do wojny, jednak w dbałości o swój kapitał powinien zachowywać się jak dobry ojciec, który nie powierzy swoich dzieci (w tym przypadku pieniędzy) byle komu. Inwestor przed podjęciem decyzji inwestycyjnej powinien stać się właściwie detektywem analizującym biznes.

Doradzam zatem rozpoczęcie poznawania spółki od treści zawartej na jej stronie internetowej (informacje te są zazwyczaj najbardziej przystępne). Zwykle strony internetowe spółek giełdowych posiadają dział poświęcony relacjom inwestorskim o takiej właśnie nazwie. Odradzam skupianie się wyłącznie na tym dziale. Wielu inwestorów wchodzi na stronę internetową spółki i automatycznie poszukuje działu relacji inwestorskich, zupełnie pomijając pozostałą zawartość. W dziale poświęconym inwestorom można znaleźć mnóstwo przydatnych informacji, jednak nie są one kompletne. Podczas oględzin strony WWW spółki należy na początku skupić się na modelu biznesowym, czyli na produktach lub usługach sprzedawanych przez spółkę, na przedmiocie jej działalności oraz informacjach branżowych. Na tym etapie najważniejszym celem jest bowiem zrozumienie przedmiotu działalności spółki, to podstawa. Peter Lynch twierdzi, że inwestor kupuje akcje nie dlatego, że są tanie, lecz dlatego, że dużo o nich wie. Również Warren Buffett nie wyobraża sobie kupna akcji bez zrozumienia działalności stojącej za nimi spółki. Nawet w systemie Can Slim William J. O'Neil kładzie nacisk na zrozumienie działalności spółki giełdowej. To pierwsze zadanie inwestora. Peter Lynch w książce *Pokonać giełdę* twierdzi:

> *Nie inwestuj w żaden pomysł, którego nie możesz zilustrować ołówkiem.*

Te słowa mają ogromne znaczenie, ponieważ to na inwestorze spoczywa obowiązek tak dokładnego zrozumienia przedmiotu działalności spółki, aby później mógł innym w prosty sposób wytłumaczyć, czym się ona zajmuje. Z mojego doświadczenia wynika, że samo zrozumienie działalności razem z analizą branży daje bardzo dokładny pogląd na jej sytuację. Zrozumienie działalności spółki nie zawsze bywa proste. Spółki, którym zależy na pozyskaniu inwestorów oraz na dobrych relacjach z nimi, wyjaśnią proces swojej działalności w miarę przystępnie.

Tak czy inaczej, inwestor na tym etapie musi zapoznać się z branżową terminologią. Podczas analizy działalności KGHM-u musiałem sprawdzić, co oznaczają terminy górniczo-hutnicze, takie jak posadzka hydrauliczna czy floatacja. Analiza spółek biotechnologicznych również wymaga zapoznania się z fachowymi określeniami. Zadaniem inwestora jest zrozumienie tych określeń oraz wyłonienie samej koncepcji biznesowej. Poznawszy żargon branżowy KGHM-u, mogę dziś wyjaśnić w kilku słowach, czym ta spółka się zajmuje. Otóż KGHM wydobywa miedź w trzech kopalniach, następnie wzbogaca wydobytą rudę i kieruje ją do trzech hut, w których następuje wyrób produktów. Na każdym etapie powstają produkty uboczne, które również są wykorzystywane do produkcji pozostałych dóbr finalnych, mających jednak małe znaczenie w wielkości sprzedaży spółki. Ponadto KGHM przechwytuje różnego rodzaju gazy, które oczyszcza. Podobnie należy umieć wyjaśnić działalność każdej spółki, w którą chce się inwestować. Innymi słowy: jeśli inwestor nie potrafi krótko i klarownie opisać tego, czym się spółka zajmuje, lepiej niech nie kupuje jej akcji.

Po zrozumieniu przedmiotu działalności spółki warto zapoznać się z jej produktami oraz ich jakością. KGHM produkuje miedź elektrolityczną, walcówkę miedzianą i wlewki okrągłe. Miedź elektrolityczna jest wytwarzana w postaci sztabek miedzi o wysokiej, prawie 100-procentowej[2] zawartości tego pierwiastka, wykorzystywaną w różnych dziedzinach przemysłu. Walcówka to po prostu pręt miedziany (takie informacje znalazłem w wyszukiwarce, gdy poszukiwałem zdjęć tego elementu), po pocięciu którego otrzymamy wlewki[3]. Jakość produktów wytwarzanych przez spółki łatwo sprawdzić — wystarczy przeszukać internet pod kątem opinii dotychczasowych użytkowników. Znacznie prościej jest w przypadku produktów przeznaczonych do konsumpcji, trudniej w przypadku wyrobów dla przemysłu.

---

[2] Dokładnie jest to 99,99%.

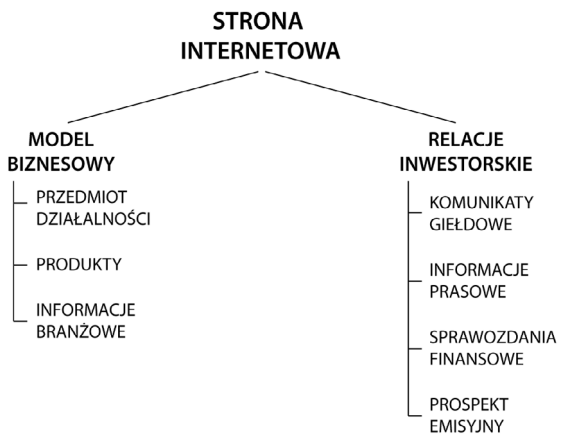
[3] Proszę o wyrozumiałość, jeśli pominąłem jakieś szczegóły techniczne, ale inwestor nie musi dokładnie znać technologii produkcji danego wyrobu. Wystarczy, żeby koncepcyjnie rozumiał jego naturę.

Już podczas zapoznawania się z treścią strony WWW warto zbierać informacje na temat branży, w której funkcjonuje spółka (pamiętając, że na razie jest to raczej proces pomocniczy). Większość dojrzałych przedsiębiorstw zamieszcza na swoich stronach informacje rynkowe i branżowe — tak robi KGHM — dzięki czemu oszczędza inwestorowi trudu własnych poszukiwań. Jeśli potrzebnych informacji branżowych brak na stronie, można je znaleźć w sprawozdaniach finansowych i prospekcie emisyjnym. Ważne jest zrozumienie, w jaki sposób branża wpływa na spółkę. W przypadku KGHM-u priorytetem było odnalezienie informacji na temat wykorzystywania produktów spółki oraz prognoz popytu na miedź. Metal ten jest przede wszystkim wykorzystywany w przemyśle elektronicznym, elektrotechnicznym, kolejowym oraz w budownictwie. Jako że elektroniki przybywa, a domów też buduje się coraz więcej, popyt na miedź będzie rósł, czego dowodzą dostępne w internecie prognozy. Poza tym złoża miedzi, jak również innych surowców, z biegiem czasu zmniejszają się, co w przyszłości przełoży się na wzrost cen tego surowca, a w konsekwencji spowoduje zwiększone zyski KGHM-u[4]. I to wystarczy. Inwestor musi wiedzieć, czym się spółka zajmuje, co produkuje, umieć to przystępnie wyjaśnić oraz pokazać, że w przyszłości działalność spółki będzie przynosić coraz wyższe dochody. To naprawdę jest takie łatwe! Dodatkowo koniecznie trzeba poznać strukturę grupy kapitałowej, w której działa spółka, chyba że jest samodzielną jednostką. Warto wiedzieć, jaką dodatkową działalnością prowadzi, w jakim stopniu kontroluje spółki zależne. Ważne jest, aby struktura organizacyjna była możliwie najprostsza i przejrzysta. Zagmatwana lub nadmiernie skomplikowana struktura grupy kapitałowej sprzyja oszustwom finansowym, więc należy uważać na takie spółki. KGHM od początku swojego debiutu giełdowego w roku 1997 reorganizował swoją strukturę i usunął z niej kilkadziesiąt spółek, które okazały się niepotrzebne.

[4] Wspominając o kurczących się złożach miedzi, trzeba pamiętać że spółka powinna zawczasu zabezpieczyć wydobycie z nowych złóż lub zmienić profil działalności. Jak na razie KGHM współpracuje z kanadyjską spółką przy rozpoczęciu wydobycia surowca ze złoża miedziowego Afton-Ajax. Poza tym spółka angażuje się w działalność telekomunikacyjną oraz energetyczną nabywając akcje w odpowiednich podmiotach zewnętrznych.

Obecnie struktura KGHM-u — i tak rozbudowana ze względu na wielkość podmiotu — jest zredukowana do niezbędnego minimum.

Po zapoznaniu się z tym, co na rysunku 9.3 określiłem mianem modelu biznesowego, można przejść do działu relacji inwestorskich. Na początku radziłbym pobranie ze strony prospektu emisyjnego oraz wszystkich, dostępnych rocznych sprawozdań finansowych. Najlepiej utworzyć sobie na dysku twardym komputera specjalny katalog poświęcony inwestycjom w spółki giełdowe. U mnie wygląda to tak jak na rysunku 9.4 (dotyczy spółki KGHM).

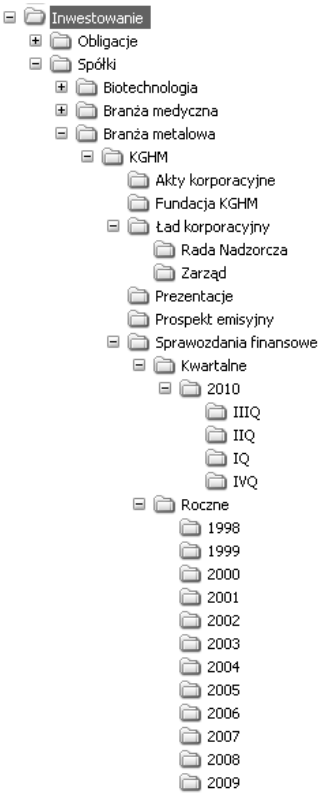


Rysunek 9.3. *Informacje, na które koniecznie trzeba zwrócić uwagę podczas przeglądania strony internetowej spółki*

Źródło: opracowanie własne.

Nadrzędny jest folder *Inwestowanie*, w którym utworzyłem podfoldery poświęcone akcjom oraz obligacjom, nazwane odpowiednio *Spółki* oraz *Obligacje*. Folder *Spółki* podzieliłem na branże, którymi się zajmuję. W każdej branży znajduje się folder konkretnej spółki, który obejmuje takie podfoldery jak:

- prospekt emisyjny,
- sprawozdania finansowe,
- dokumenty korporacyjne.



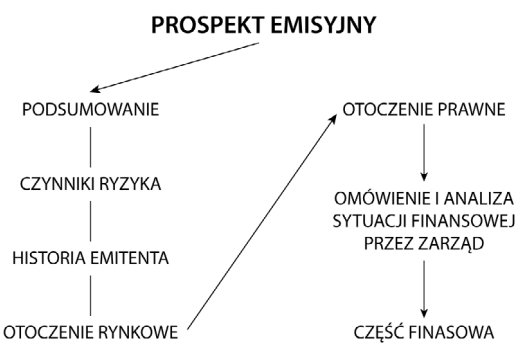
Rysunek 9.4. *W taki sposób segreguję informacje dotyczące analizowanych spółek*

Źródło: opracowanie własne.

W zależności od zdobytych informacji tworzę inne podfoldery. Jak widać, folder *Sprawozdania finansowe* został podzielony na sprawozdania *Roczne* i *Kwartalne*. Sprawozdania roczne segreguję według lat, natomiast kwartalne według lat i kwartałów. Folder *Dokumenty korporacyjne* lub *Akty korporacyjne* obejmuje przede wszystkim życiorysy członków organów zarządczych, status spółki oraz inne dokumenty związane ze spółką i znalezione na jej stronie internetowej. Spółki często udostępniają również różnego rodzaju prezentacje oraz wywiady telewizyjne, które warto pobrać na dysk.

Gdy miejsce na dysku do przechowywania informacji o spółkach jest już przygotowane, można pobrać odpowiednie dokumenty ze strony internetowej spółki, po czym przystąpić do analizy. I tak, zgodnie ze schematem przedstawionym na rysunku 9.2, pora przejść do następnego etapu, jakim jest analiza prospektu emisyjnego.

Na rysunku 9.5 zaprezentowałem wybrane, moim zdaniem najważniejsze, elementy prospektu emisyjnego, z których treścią inwestor obowiązkowo powinien się zapoznać. Prospekt emisyjny jest bardzo obszernym dokumentem, zazwyczaj ma około 600 stron. Oprócz pokazanych na rysunku elementów prospekt emisyjny zawiera charakterystykę członków rady nadzorczej i zarządu oraz opis działalności. Strona internetowa to wystarczające źródło, z którego można dowiedzieć się praktycznie wszystkiego na temat obszaru działalności spółki oraz jej organów zarządczych. Gdyby jednak strona nie zawierała nazbyt wielu tego typu informacji, inwestor koniecznie powinien się zapoznać z prospektem emisyjnym. Obszerną część prospektu stanowi omówienie regulacji prawnych polskiego rynku kapitałowego oraz ryzyka związanego z dopuszczeniem akcji do obrotu rynkowego. Jeśli inwestor ma pojęcie o działaniu giełdy oraz aspektach prawnych funkcjonowania rynku, radzę te części pominąć. Podobnie podsumowanie prospektu emisyjnego można sobie darować, ponieważ jest ono tylko streszczeniem i tak rozwiniętych treści prospektu.



Rysunek 9.5. *Najważniejsze z punktu widzenia inwestora części prospektu emisyjnego*

Źródło: opracowanie własne.

Analizując prospekt emisyjny, inwestor powinien w szczególności zwrócić uwagę na część dotyczącą ryzyka związanego z emitentem. Kategorii ryzyka inwestycyjnego jest naprawdę wiele, a dotyczą najczęściej sytuacji makroekonomicznej kraju działalności spółki, jej otoczenia konkurencyjnego, możliwości potencjalnego odejścia kluczowych członków zarządu czy pracowników, ewentualnego spadku popytu na produkty itd. W podsumowaniu do prospektu znajduje się jedynie lista wszystkich rodzajów ryzyka, natomiast w części szczegółowej ich dokładny opis. Inwestor musi wiedzieć, jakie ryzyko podejmuje, jeśli decyduje się nabyć akcje spółki. Żeby inwestycja była opłacalna, potencjalne ryzyko musi być z nadwyżką kompensowane przyszłymi korzyściami.

Warto też zajrzeć do historii spółki, jeśli nie zamieściła jej na swojej stronie internetowej. W większości spółki cechujące się długim czasem działania zdążyły wyspecjalizować się w swojej działalności podstawowej, co znacznie obniża ogólne ryzyko nabycia ich akcji. Choć historia spółki ma często charakter ciekawostki, warto się z nią zapoznać.

Części prospektu emisyjnego poświęcone otoczeniu rynkowemu oraz otoczeniu prawnemu są uzupełnieniem informacji branżowych zamieszczonych na stronie internetowej spółki. O ile na stronie WWW spółka może skrótowo lub wyłącznie schematycznie opisywać branżę, w jakiej działa, o tyle w prospekcie musi się znajdować pełne omówienie tego aspektu. Informacje te każdy inwestor powinien dokładnie przyswoić, aby móc określić perspektywy dalszych zysków. Bardzo ważne jest otoczenie prawne — opis może wydawać się prawniczym, nudnym bełkotem, niemniej okazuje się, że czasem jest nawet ważniejsze niż otoczenie typowo rynkowe. Przykładem spółek, w których przypadku otoczenie prawne pełni znaczącą rolę, są choćby spółki energetyczne. Z ich prospektów emisyjnych wynika, że taryfy energetyczne dla gospodarstw domowych, które de facto są najliczniejszym odbiorcą energii w Polsce, muszą być zatwierdzane przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki. Z danych tych inwestorzy dowiadują się ponadto, że prezes URE zatwierdza lub odrzuca taryfy energetyczne w sposób raczej swobodny niż ściśle uregulowany. Jeśli przychody spółki zależą od cen sprzedawanych produktów i/lub usług, a prezes URE w przypadku branży energetycznej ma znaczny wpływ na ich wysokość, należy uznać ten czynnik

za bardzo istotny. Przywołałem ten przykład, aby podkreślić znaczenie dokładnego zapoznania się z otoczeniem prawnym wybranej spółki giełdowej.

Kolejną ważną częścią prospektu emisyjnego jest omówienie przez zarząd dotychczasowej sytuacji finansowej spółki. Tu należy zwrócić uwagę przede wszystkim na istotne wydarzenia, które miały w przeszłości wpływ na działalność spółki. Często w tej części zamieszczane są również prognozy zysków i plany inwestycyjne lub organizacyjne zarządu. W szczególności trzeba się przyjrzeć, czy zarząd omawia przeszłe efekty działalności spółki otwarcie i bez ogródek. Jeśli zarząd wyjaśnia ewentualne porażki, których spółka doświadczyła w przeszłości, jest to jak najbardziej pozytywny akcent. Jeżeli jednak zarząd przemilcza porażki spółki, które i tak znajdują odzwierciedlenie w danych finansowych, trzeba się dobrze zastanowić nad podjęciem ostatecznej decyzji inwestycyjnej. Bardzo ważne są prognozy, które później będzie można weryfikować w oparciu o kolejne sprawozdania roczne.

Czas na wyjaśnienie pojęcia „spółka dobrze zarządzana", które już kilkakrotnie pojawiało się w tej książce. Warren Buffett uważa, że spółki dobrze zarządzane posiadają zarządy, którym zależy na dbałości o wartość dla akcjonariuszy. Uważa, że zarząd dotrzymujący słowa i stawiający na pierwszym miejscu spółkę jest pożądany przez inwestorów. Peter Lynch woli natomiast zarządy, które określa mianem *skner w dyrektorskich garniturach*. Począwszy od prospektu emisyjnego, a skończywszy na sprawozdaniu finansowym, w szczególności rocznym, można bardzo łatwo się przekonać, czy spółka jest dobrze zarządzana. W związku z tym inwestor koniecznie musi zwrócić uwagę na plany spółki oraz przeznaczenie pieniędzy zebranych w trakcie pierwszej oferty publicznej (IPO). Kolejne sprawozdania roczne i tak odkryją prawdę o rzetelności zarządu. Jeśli środki z IPO zostaną wykorzystane zgodnie z przeznaczeniem opisanym w prospekcie emisyjnym, zarząd zdobędzie u inwestorów punkty. Systematyczna realizacja planów dotyczących przyszłości również działa na korzyść słowności zarządu.

Przykładem potencjalnego wykorzystania środków pozyskanych z emisji akcji mogą być następujące działania:

- spłata zadłużenia,
- inwestycje,
- ekspansja spółki.

Później wystarczy tylko zerknąć do sprawozdania finansowego podsumowującego rok obrotowy, w którym nastąpił debiut, by łatwo zweryfikować, czy zarząd wywiązał się z obietnicy. Dobrze zarządzana spółka, której zależy na dbaniu o wartość, będzie realizować swoje plany i cele, czego oczywiście pragną inwestorzy.

Cele średnio- i długoterminowe spółki mogą być następujące:

- cięcie kosztów działalności operacyjnej,
- uproszczenie struktury organizacyjnej,
- zwiększenie produkcji.

A jak poznać, że zarządowi zależy na dbaniu o wartość spółki? Wystarczy dowiedzieć się z prospektu emisyjnego oraz kolejnych sprawozdań, czy zarząd na pierwszym miejscu stawia interes spółki, czy swój. Jeśli bardziej dba o własną kieszeń, może się to niekorzystnie odbić na spółce i akcjonariuszach. Jeśli zarząd dba najpierw o biznes, to biznes zadba o zarząd. W przeciwną stronę ta zależność nie działa.

Ważną kwestią są wynagrodzenia osób sprawujących funkcje zarządcze. Trudno jest odnieść poglądy choćby Warrena Buffetta dotyczące wynagrodzeń do współczesnej sytuacji. Niegdyś czytałem, że średnie miesięczne wynagrodzenie prezesów spółek giełdowych wynosi około 100 tys. zł, a sam Buffett zarabia tyle rocznie (dolarów oczywiście). Jeśli przyjąć za punkt odniesienia średnią, stwierdzimy, że zarząd, którego wynagrodzenie znacznie przekracza średnią miesięczną, być może za bardzo szarżuje z nagradzaniem siebie. Za oszczędny zaś uznamy ten zarząd, którego pensje miesięczne znajdują się na poziomie niższym niż średnia. Uwagę inwestora powinien zwrócić nagły, znaczący wzrost wynagrodzenia. Nie mam nic przeciwko hojnemu nagradzaniu zarządu za osiągnięte wyniki, jednak podwyżka wynagrodzenia w przypadku braku osiągnięć powinna budzić poważne wątpliwości inwestorów.

Przykładem, który według mnie dobitnie świadczy o zachłanności zarządu, jest to, co się stało z wynagrodzeniami członków zarządu PZU w miesiąc po debiucie giełdowym[5]. W spółkach z ponad 50-procentowym udziałem Skarbu Państwa wysokość wynagrodzeń członków organów zarządczych jest ograniczona ustawą kominową. W czasie prywatyzacji PZU zaangażowanie Skarbu Państwa spadło poniżej 50%, co pozwoliło zarządowi oraz radzie nadzorczej na podwyższenie swoich honorariów. Rada nadzorcza PZU i tak twierdzi, że wynagrodzenie prezesa jest o 10% – 15% niższe niż średnia dla prezesów spółek giełdowych. Dla mnie nie jest to argument, tylko klasyczny przykład dbania najpierw o własny interes, a później o biznes, którym się zarządza.

Ostatnią ważną częścią prospektu emisyjnego spółki giełdowej jest część finansowa. Zazwyczaj znajdują się tu wyniki za trzy lata poprzedzające bezpośrednio rok debiutu giełdowego. Pozwalają one dodatkowo poszerzyć zasób informacji, na podstawie których inwestor podejmie decyzję. Szczegółową analizę informacji finansowych w oparciu o sprawozdania przedstawię w kolejnym rozdziale.

Na zakończenie rozważań na temat prospektu emisyjnego chcę przestrzec inwestorów przed różnymi pułapkami, które mogą w nim napotkać. Odsyłam do „Gazety Prawnej", w której ukazał się artykuł[6] na ten temat. Autorka zwróciła przede wszystkim uwagę na aktualność danych oraz prognozy przyszłych wyników. Często najbardziej aktualne dane finansowe w prospekcie są i tak opóźnione, nawet o 18 miesięcy, w stosunku do debiutu giełdowego. Przez ten czas wiele się może wydarzyć, co inwestor również powinien wziąć pod uwagę. Co do prognoz — spółka powinna dołączyć kryteria, które pozwolą sprawdzić, czy prognoza się sprawdziła. Bardzo podobało mi się rozwiązanie spółki Teresa Medica, która dokładnie określiła założenia, jakie muszą zostać spełnione, aby prognoza się ziściła. Na marginesie dodam, że założeń

---

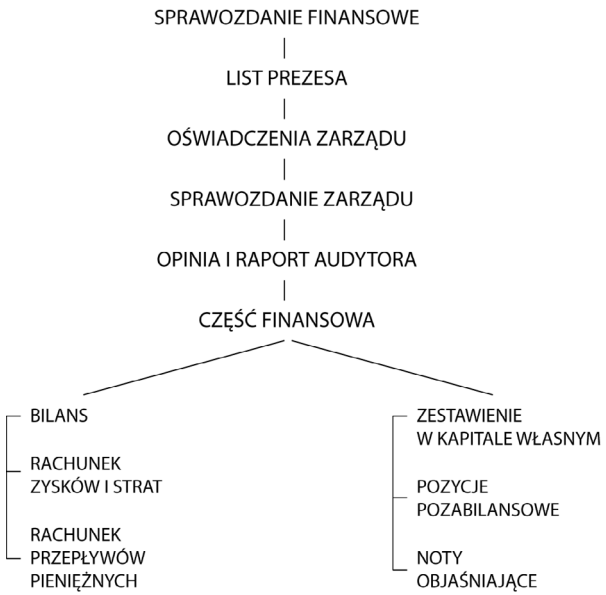
[5] *http://gielda.onet.pl/zarobki-prezesa-pzu-wzrosna-do-ok-100-tys-zl,18727,3244559,1,prasa-detal*.

[6] Ewa Jakubczyk-Cały, *W prospekcie emisyjnym czyha wiele pułapek na niewprawnego inwestora giełdowego*, „Gazeta Prawna", 22 października 2008, nr 207.

tych było bardzo dużo, o ile pamiętam, ich lista przekraczała stronę A4! Z moich obserwacji wynika też, że dane zamieszczane w historycznym bilansie znajdującym się w prospekcie emisyjnym mogą się różnić od danych tego samego bilansu w rocznym sprawozdaniu finansowym po roku od debiutu giełdowego. Jeśli spółka debiutuje w roku 2010, to najbardziej aktualnymi danymi oprócz aktualnego kwartału są dane za rok 2009. W sprawozdaniu za rok 2010 spółka oczywiście zamieści dane umożliwiające porównanie osiągniętych wyników z rokiem wcześniejszym, czyli 2009. Ciekawe jest to, że wartości liczbowe opisujące rok 2009 zawarte w prospekcie emisyjnym oraz sprawozdaniu finansowym mogą się różnić. Oczywiście nie powinny. Spotkałem się z sytuacją, w której wartość aktywów wykazana w prospekcie za rok poprzedzający debiut różniła się od wartości aktywów tego samego roku w sprawozdaniu finansowym już po debiucie (prawdziwy przypadek jednej ze spółek notowanych na warszawskiej giełdzie). Doprowadziło mnie to do ciekawego wniosku: spółka być może uciekła się do sztuczek księgowych, aby zawyżyć wartość historycznych pozycji, a tym samym swoją sytuację finansową zaprezentować w korzystniejszym świetle. Już po pozyskaniu inwestorów spółka wróciła do prawdziwych wyników, które są oczywiście niższe. Moje domniemanie może nie być prawdziwe, ale wydaje się prawdopodobne.

Analiza prospektu emisyjnego może zająć nawet kilka dni. Odradzam czytanie prospektów na szybko, jednego dnia w całości. Takie podejście powoduje zbyt duże zmęczenie umysłu, co przekłada się na obniżoną zdolność analizy i wyciągania wniosków. Doradzam rozłożenie oględzin prospektu na około trzy dni, co poskutkuje dokładnością analizy — w końcu to od niej zależy przyszłość finansowa inwestora. Pisałem już, że nic tak nie dyscyplinuje jak chęć inwestowania własnych pieniędzy, dlatego uważam, że w interesie każdego inwestora leży dokładne odrobienie lekcji, którą jest analiza spółki.

Po zapoznaniu się z prospektem należy przejść do historycznych, rocznych sprawozdań finansowych (rysunek 9.2). W przypadku KGHM-u było ich aż 12, a analiza zajęła mi 12 dni — każdego dnia czytałem jedno sprawozdanie. Elementy składowe sprawozdania finansowego przedstawia rysunek 9.6.



Rysunek 9.6. *Elementy składowe rocznego sprawozdania finansowego*

Źródło: opracowanie własne.

Czytanie sprawozdania finansowego najlepiej rozpocząć od listu prezesa zarządu (list zazwyczaj znajduje się zaraz na początku dokumentu, po ewentualnym spisie treści). To bardzo ważny dokument dający możliwość oceny rzetelności zarządu. Cenię takie listy, w których prezesi spółek bez retuszu podsumowują miniony rok i zwięźle przedstawiają plany na przyszłość. Otwarte przyznawanie się do porażek może świadczyć o dobrym zarządzaniu. O tym, że zarządowi zależy na wartości spółki oraz jej akcjonariuszach, prezesi często piszą w swoich corocznych listach. Oczywiście nie należy w to wierzyć wyłącznie na słowo — bez analizy danych finansowych oraz sprawozdania zarządu z działalności. Niemniej jeśli okaże się, że rzeczywiście słowa prezesa w listach do akcjonariuszy znajdują pokrycie w realnej działalności spółki, jest to bardzo korzystna sytuacja dla inwestorów. Sam Warren Buffett mówi o konieczności traktowania akcjonariuszy jak partnerów, a nie frajerów. Uważam, że zarząd dbający o biznes, który prowadzi, będzie traktował akcjonariuszy wyłącznie jak partnerów. Rozsądni prezesi oraz

zarządy, którym przewodzą, doskonale zdają sobie sprawę, że ostateczny sukces spółki nie byłby możliwy, gdyby nie zaufanie inwestorów będących akcjonariuszami.

Inwestor powinien unikać spółek, których zarządy i prezesi wykazują następujące cechy:

- dbają najpierw o własną kieszeń zamiast o wartość spółki; pisałem już wcześniej, że biznes, o który dba się najpierw, później zadba o zarządców;
- nie przyznają się do porażek;
- posiadają skłonności do korupcji;
- manipulują prezentacją danych w celu wywołania złudzenia dobrych wyników mimo poniesionych strat;
- nie dotrzymują słowa.

O trosce zarządu o własną kieszeń wspominałem wcześniej, ilustrując przykładem tego, co zrobiło PZU w miesiąc po debiucie giełdowym. Takie zachowanie dyskwalifikuje spółkę w moich oczach bez względu na jej kondycję finansową i branżę, w jakiej działa.

Nieprzyznawanie się do porażek oraz manipulacyjna prezentacja informacji idą de facto w parze. Analizując jedną ze spółek (mniejsza o nazwę tejże) notowanych na warszawskiej giełdzie, natknąłem się na tego typu podejście. Zauważyłem, że w każdym swoim liście prezes opisywał sytuację branżową oraz ekonomiczną w samych superlatywach, nawet mimo poniesionych strat. W roku 2008 spółki z branży, w której działała rzeczona spółka, poniosły straty spowodowane zmianami cen pewnego surowca, co przełożyło się na ujemny wynik finansowy. Analizowałem dwa przedsiębiorstwa z tej branży. W sprawozdaniu pierwszego bez większych problemów znalazłem wyjaśnienie przyczyny poniesionej straty. Tymczasem w sprawozdanie finansowe drugiej spółki musiałem się mocno zagłębić, aby dowiedzieć się tego samego, co wyczytałem bez większych przeszkód ze sprawozdania pierwszej spółki. Ponadto w moim przekonaniu prezes tej drugiej spółki w swoich listach manipulował informacją: wyłącznie chwalił się sukcesami spółki, nie wspominając słowem o porażkach. W liście do akcjonariuszy z 2008 roku

ten sam prezes nie wspomniał w ogóle o poniesionej wówczas stracie, podkreślał za to sukces — spadek zadłużenia spółki. Niewątpliwie jest to korzystne, skoro jednak spółka poniosła stratę, to należy ją najpierw wyjaśnić, zamiast skupiać się na zadłużeniu. W pozostałych listach ów prezes również stosował podobne sztuczki. Ta sama spółka — jak się okazało — była niegdyś trawiona aferą finansową, co sprawiło, że straciła ostatecznie uznanie w moich oczach, mimo swojej naprawdę wiodącej pozycji branżowej w Europie Środkowej. Sprawozdania finansowe tej firmy pokazały coś jeszcze — okazało się, że spółka ta wykorzystuje swoją moc produkcyjną tylko w granicach 70%, podczas gdy dużo mniejsi konkurenci wykorzystują 100%. Kondycja finansowa spółki była jednak bardzo dobra. Stwierdziłem więc, że pomimo dobrych fundamentów spółka ta w porównaniu z konkurencją jest po prostu leniwa. Ponieważ posiada znaczącą pozycję rynkową, dobrze wie, że żaden konkurent z regionu nie jest w stanie jej znacząco zagrozić, więc pozwala sobie na 30-procentowe niewykorzystanie mocy produkcyjnej. Ostatecznie całkowicie zrezygnowałem z zakupu jej akcji. Warren Buffett twierdzi, że lepsza jest dobra spółka ze słabszym zarządem niż słaba spółka ze wspaniałym zarządem. Posiłkuje się przy tym porównaniem do sytuacji konia i dżokeja. Dobry dżokej nie prześcignie słabego dżokeja, jeśli ten pierwszy będzie dosiadał kiepskiego konia, a ten drugi dobrego. To prawda. Uwzględniwszy powyższy przykład, nieco zmodyfikuję twierdzenie Buffetta: lepsza jest żadna spółka niż dobra spółka ze złym zarządem, który niekoniecznie musi być słaby.

Ostatnia niepożądana cecha zarządów spółek to ich niesłowność. Inwestor jest w stanie szybko rozpoznać niesłowny zarząd — wystarczy, że rozpocznie analizę sprawozdań od końca, od prospektu emisyjnego, by przejść w kierunku najbardziej aktualnych raportów. Ten sposób analizy jest najlepszy, ponieważ widać, czy zarząd dotrzymał słowa danego w prospekcie emisyjnym i przeznaczył pieniądze pozyskane w drodze emisji akcji na zaplanowane cele. W dalszych sprawozdaniach widoczny jest również postęp w realizacji strategii długoterminowej. (Uważam, że wypełnianie celów długoterminowych jest o wiele korzystniejsze niż krótkoterminowych, z uwagi na ich znaczący wpływ na działalność spółki). Jeśli zarząd realizuje krótkoterminową strategię, unikając jednocześnie swoich planów strategicznych, nie jest dobrym zarządem

i lepiej, żeby został zmieniony. Każdy inwestor chce, aby zarząd spółki, w której posiada udziały, był słowny i przede wszystkim:

robił to, o czym mówi, zamiast w większości tylko mówić o tym, co zamierza zrobić.

Ściśle związane z listem prezesa jest sprawozdanie zarządu z działalności. Najczęściej jest to kilkudziesięciostronicowy dokument, w którym zarząd opisuje uzyskane wyniki. Z lektury listów prezesa oraz sprawozdań zarządu z działalności można się dowiedzieć, czy zarząd jest rzetelny, czy też nie. Ostatecznym potwierdzeniem owej rzetelności są dane zawarte w części finansowej.

Początkowo miałem pewien dylemat — nie wiedziałem, czy po lekturze listu prezesa zapoznać się najpierw z częścią finansową, czy ze sprawozdaniem zarządu z działalności. Jeżeli inwestor rozpocznie analizę od danych finansowych, wszelkie napotkane wątpliwości będzie mógł wyjaśnić w trakcie lektury sprawozdania zarządu. Jeżeli zacznie od sprawozdania zarządu, będzie mógł potwierdzić ich rzetelność, poznając część finansową. Zgodność danych zawartych w sprawozdaniu zarządu z danymi części finansowej jest zazwyczaj sprawdzona przez audytora, więc w tym zakresie inwestor raczej nie powinien mieć wątpliwości. Ogólnie mogę powiedzieć, że nie ma większego znaczenia, od czego rozpocznie się lekturę raportów rocznych, bo w ogólnym rozrachunku uważny inwestor i tak dotrze do tego, co go interesuje.

Ważnym, a bardzo często niedocenianym elementem sprawozdań finansowych jest opinia biegłego rewidenta i raport z badania. Inwestorzy niechętnie czytają te dokumenty, ponieważ są po prostu nudne. Poza tym raport z badania audytorskiego powiela wiele informacji zawartych w części finansowej sprawozdania. Niemniej doradzałbym zapoznanie się z raportem z badania audytorskiego. Jeśli jednak inwestorowi zależy na czasie albo nie ma ochoty czytać tego raportu, powinien obowiązkowo zapoznać się z opinią biegłego rewidenta. Opinia ta obejmuje zazwyczaj 3 – 4 strony tekstu. O ile inwestor może sobie pozwolić na pominięcie raportu z badania, o tyle opinię audytora koniecznie musi przeczytać!

Biegły rewident, zwany też audytorem, jest zewnętrznym kontrolerem finansów spółki. Opinia audytora jest dla inwestora informacją o tym, czy spółka nie stosuje tzw. kreatywnej rachunkowości — badanie audytorskie dla inwestora jest tym, czym atest produktu dla producenta. Audytor zasadniczo wydaje jedną z poniższych opinii:

- pozytywną, która nie jest niczym innym, jak stwierdzeniem prawidłowości i rzetelności informacji finansowych;
- pozytywną ze zwróceniem uwagi na jakiś fakt; przykładem może być opinia pozytywna ze stwierdzeniem, że audytor zwraca uwagę na brak dopełnienia obowiązku publikacji sprawozdania finansowego w Monitorze Polskim B;
- opinię z zastrzeżeniami, która oznacza, że w zasadzie sprawozdanie jest niezłe, jednak występują w nim pewne błędy, które spółka powinna skorygować;
- opinię negatywną, jeżeli w spółce występują znaczne błędy sprawozdawczo-księgowe;
- odstąpienie od wydania opinii — to chyba najczarniejszy scenariusz; jeżeli audytor po przeprowadzeniu badania określi, że sytuacja rachunkowa spółki jest naprawdę bardzo zła, nie wyda żadnej opinii. Taką decyzję można w skrócie opisać następującymi słowami: „Tu jest już tak źle, że nawet tego nie skomentuję".

Dotychczas — oczywiście w odniesieniu do spółek, które przeanalizowałem — zetknąłem się wyłącznie z dwoma pierwszymi rodzajami opinii audytorskiej, co nie oznacza, że w polskiej rzeczywistości pozostałych opinii nie można w ogóle spotkać. Opinia z zastrzeżeniami jest dla inwestora sygnałem ostrzegawczym. Warto wstrzymać się z kupnem akcji spółki, która powinna poprawić niedociągnięcia księgowe, aby sprawdzić, czy rzeczywiście tego dokona. Jeśli tak, można nadal rozważać decyzję zakupu akcji, a jeśli nie — chyba nie muszę podpowiadać, czym to grozi. Zdecydowanie odradzam kupno akcji spółek, którym biegły rewident wydał opinię negatywną (lub całkowicie odstąpił od jej wydania).

Audytor jest zatem główną „bronią" inwestora przed manipulacjami księgowymi. Jednak nie należy pokładać w biegłych zbyt dużej nadziei

— wystarczy przypomnieć sobie wieloletnią współpracę spółek informatycznych z firmą audytorską Arthur Andersen, która polegała na wspólnym ukrywaniu nieprawidłowości księgowych. Audytor nie jest też detektywem, bada tylko pewien wycinek rachunkowości spółki, co oznacza, że jeśli zarząd zechce coś ukryć przed biegłym, to i tak to zrobi. W sytuacjach, w których audytor zawiedzie, inwestor musi liczyć na siebie. Dlatego uważam, że kupno akcji spółek bez analizy danych finansowych przypomina kupowanie obietnic, a nie przyszłych zysków.

Część finansowa sprawozdania finansowego może znajdować się na początku raportu rocznego, ale często umieszczana jest na końcu. W związku z tym kolejność analizy następnych informacji nasuwa się sama — od początku sprawozdania finansowego do jego końca.

Nie będę drobiazgowo opisywać, co znajduje się w kolejnych dokumentach finansowych, bo nie jest to moim zadaniem. Ponadto zagadnienia dotyczące sprawozdań finansowych są bardzo obszerne (zwłaszcza kwestie rachunkowe), tak że dokładne ich omówienie wypełniłoby kolejną książkę. W tym miejscu jedynie skrótowo opiszę funkcje każdego z dokumentów finansowych. Wszystkie informacje dotyczące analizowania spółek giełdowych, istotne dla inwestorów, omówię naprawdę szczegółowo nieco później. (Na marginesie: do pewnych informacji inwestor powinien dotrzeć sam, dzięki czemu dokładniej je zrozumie. Przy czym trzeba pamiętać, że zrozumienie i wiedza to dwie różne sprawy. Przez długi czas wiedziałem, że inwestowanie jest zyskowniejsze niż spekulacja, a jednak musiałem się sam o tym przekonać, ponosząc rzecz jasna straty. Namawiam inwestorów do samodzielnych poszukiwań, bo w rezultacie owocują one większą wiedzą i lepszym zrozumieniem funkcjonowania spółek giełdowych. Nawiążę po raz kolejny do słów Warrena Buffetta, według którego inwestor jest analitykiem biznesu, a nie papierów wartościowych. Uważam podobnie: każdy inwestor powinien umieć analizować najpierw biznes, a dopiero później papiery wartościowe, co zresztą i tak nie jest mu tak do końca potrzebne).

Poniżej opisałem pokrótce zawartość poszczególnych dokumentów finansowych oraz sposób ich wykorzystania:

- Bilans to zestawienie składników majątku ze źródłami jego finansowania; mówi o tym, jakim majątkiem spółka dysponuje i skąd pozyskała środki na jego nabycie; inwestor chcący poznać zasoby majątkowe spółki powinien zajrzeć do bilansu.
- Rachunek zysków i strat ukazuje, ile spółka zarobiła na sprzedaży oraz ile zarobiła w ogóle; mówi jednak o „papierowych" przychodach i kosztach, które przekładają się na „papierowy" zysk; wspominałem już wcześniej, że spółka wykazuje przychód w momencie prawdopodobieństwa jego uzyskania.
- Rachunek przepływów pieniężnych pokazuje, ile spółka posiada gotówki; w odróżnieniu od poprzednika rachunek ten ukazuje, czy spółka ściąga płatności za zrealizowaną sprzedaż; jeśli spółka wykazuje zyski w rachunku zysków i strat, a rachunek przepływów świeci pustkami, spółka w końcu zbankrutuje.
- Zestawienie zmian w kapitale własnym jest dokumentem przedstawiającym kapitał własny na początku okresu sprawozdawczego, wszelkie zmiany, które w nim zaszły, oraz jego stan na koniec okresu; osobiście używam tego dokumentu, głównie jeśli chcę się dowiedzieć, ile spółka pozyskała pieniędzy z emisji akcji, ile przeznaczyła na kapitał zakładowy i rezerwowy; wpływy z emisji akcji widoczne są również w rachunku przepływów pieniężnych.
- Pozycje pozabilansowe są to najczęściej gwarancje oraz poręczenia otrzymane oraz udzielone; jeśli spółka ręczy za spłatę pożyczki jakiegoś innego podmiotu, zostanie to pokazane w tym dokumencie; wszelkie spory sądowe są również wykazywane jako pozycje pozabilansowe; pozycje pozabilansowe najczęściej stanowią niewielką część wszystkich zobowiązań spółki i nie są zazwyczaj szkodliwe w kontekście zachwiania działalnością podstawową spółki.
- Noty objaśniające to po prostu szczegółowe wyjaśnienie pozycji zawartych w bilansie, rachunku zysków i strat oraz ewentualnie w rachunku przepływów pieniężnych; są bardzo ważne, ponieważ gdy inwestor w głównych dokumentach finansowych zauważy jakieś dziwne zdarzenia, przechodzi do not objaśniających, aby znaleźć ich przyczynę.

Pragnę zaznaczyć, że tym, na co inwestor powinien zwrócić szczególną uwagę w dokumentach finansowych, są duże wartości liczbowe, a szczególnie jeśli znajdują się na pozycji „inne" lub „pozostałe". Jeżeli pozycje pozabilansowe stanowią dużą część zobowiązań spółki, inwestor również nie powinien pominąć tego faktu. Jeśli spory sądowe bądź udzielone poręczenia są opisane pokaźnymi liczbami, inwestor powinien się zastanowić, co będzie w przypadku, gdy spółka rzeczywiście będzie musiała poręczyć spłatę jakiegoś zobowiązania lub przegra spór sądowy. Bardzo niepokojące są nagłe, duże zmiany wartości zapasów oraz kosztów, które nie pociągają za sobą wzrostu sprzedaży i zysków. Jeżeli spółka inwestuje i nie osiąga zysków lub co gorsza, zyski te spadają, jest to dla inwestora sytuacja niepokojąca. W spółce WorldCom księgującej koszty jako inwestycje było to nagminne zjawisko — spółka niby inwestowała, a zysków nie było widać.

Po lekturze historycznych sprawozdań finansowych inwestor posiada wiedzę pozwalającą podjąć ostateczną decyzję inwestycyjną. Inwestor powinien już wiedzieć, czym się spółka zajmuje, w jakiej działa branży, czy jest uczciwie zarządzana oraz jaką posiada kondycję finansową. W zasadzie jeśli cena jej akcji będzie kształtowała się na zadowalającym poziomie, może przystąpić do zakupu.

Po nabyciu akcji doradzałbym powrót na stronę internetową spółki oraz zapoznanie się z najbardziej aktualnymi komunikatami giełdowymi, za które uważam te z ostatniego roku. Dodatkowo warto zajrzeć do informacji prasowych z ostatnich 2 – 3 lat. Jeśli spółka posiada newsletter, można się do niego zapisać, żeby bezpośrednio na skrzynkę mailową otrzymywać najświeższe informacje. Warto śledzić również informacje branżowe dotyczące spółki — polecam miesięcznik „Forbes", w którym można znaleźć wiele informacji na temat różnych branż.

Kupno akcji spółki nie oznacza, że można o niej zapomnieć. Warren Buffett doradza czytanie kwartalnych sprawozdań, a Peter Lynch twierdzi, że należy sprawdzać stan portfela inwestycyjnego przynajmniej raz na pół roku. Bieżące monitorowanie kondycji spółki, której akcje się posiada, jest niezbędne — pozwala wykryć ewentualne sygnały nadchodzących problemów, jeśli takie nadciągają. Jedynym zadaniem inwe-

stora jest zatem czytanie różnych materiałów. Spekulant, ślęcząc nad wykresami akcji, traci bardzo dużo czasu, natomiast inwestor ogranicza się do cokwartalnego raportu finansowego oraz bieżących informacji giełdowych, których nie jest nazbyt wiele.

Ostatnia kwestia, jaką chcę poruszyć w tym rozdziale, dotyczy liczby spółek, które inwestor indywidualny powinien zgromadzić w portfelu. Moim zdaniem idealną liczbą jest pięć. Po pierwsze inwestor ogranicza się do inwestowania w najbardziej obiecujące podmioty, co uchroni go przed nadmierną dywersyfikacją. Buffett jest przeciwny dywersyfikacji, twierdząc, że jest ona odpowiednia dla ludzi, którzy nie wiedzą, co robią. Jednak nawet ludzie zdający sobie sprawę z tego, co robią, powinni dywersyfikować spółki, w które inwestują, ale ze względu na branżę, a nie ich liczbę w portfelu. Sam Buffett dokonuje dywersyfikacji, posiada bowiem spółki z różnych branż, jednak nie robi tego, co Robert Kiyosaki określa mianem „dywersji". Drugim powodem, dla którego lepiej posiadać możliwie jak najmniejszą liczbę spółek w portfelu, są informacje, które trzeba analizować i zapamiętać. Analiza jednej lub dwóch spółek nie nastręcza trudności, ale gdy pojawia się ich więcej, potencjalne problemy się nawarstwiają. Inwestor potrzebuje coraz więcej czasu na zapoznanie się ze wszystkimi informacjami oraz na ich analizę. Ponadto pamiętanie o wszystkich kluczowych inwestycjach różnych spółek czy o znaczących wydarzeniach może doprowadzić do mętliku informacyjnego. Inwestor indywidualny, który posiada inne zajęcia oprócz inwestowania, powinien rozważnie dobierać spółki do swojego portfela. Im większą ilością czasu dysponuje, tym więcej spółek może analizować.

10.
Jak określić wartość spółki?

Warren Buffett przedstawia swoją strategię inwestycyjną, posługując się trzema elementami. Namawia do poszukiwania wspaniałych spółek, dobrze zarządzanych, które można by nabyć po rozsądnej cenie. W poprzednich rozdziałach udało mi się sprecyzować pojęcie „wspaniała spółka". Przypomnę, że określając stopień „wspaniałości" spółki, należy brać pod uwagę jej kondycję finansową, pozycję branżową oraz jakość zarządzania. Dość dokładnie skupiłem się na cechach spółki związanych z branżą, których posiadanie praktycznie gwarantuje znaczną przewagę konkurencyjną w stosunku do rywali. Dokonując wstępnej selekcji spółek, wyszukałem te podmioty, które w oparciu o — moim zdaniem — najbardziej rygorystyczne wskaźniki, dają nadzieję, że w przypadku dokładniejszej analizy też okażą się solidne finansowo. Czy tak będzie? Już w następnym rozdziale dokładnie przybliżę aspekty, na które inwestor powinien w sprawozdaniach finansowych zwracać szczególną uwagę. W związku z tym po lekturze kolejnego rozdziału inwestor będzie już dokładnie wiedział, co oznacza pojęcie „wspaniała spółka", nie tylko pod względem branżowym, ale również finansowym. Omówiłem też cechy, które powinien posiadać zarząd, aby zostać

uznanym za uczciwy i rzetelny, taki, któremu zależy na dbaniu o wartość spółki dla akcjonariuszy i udziałowców. Pozostaje do wyjaśnienia jeszcze jeden element — kupno spółki po okazyjnej cenie.

Na samym początku książki nakreśliłem ogólną filozofię inwestycyjną zaczerpniętą bezpośrednio od Benjamina Grahama, choć nie tylko, bo również wykorzystującą podejście przeciętnego Kowalskiego robiącego zwykłe zakupy. Sęk w tym, że ów Kowalski zazwyczaj nie zdaje sobie sprawy, że takie podejście można zastosować w przypadku kupna aktywów, które przecież wzbogacają swojego właściciela, zamiast go zubażać. Przypomnę, że chodziło mi o kupowanie w promocji, a zatem za cenę, która znajdowałaby się poniżej rzeczywistej wartości przedmiotu zakupu. Dochodzimy tutaj do sedna sprawy — musimy wyjaśnić, czym jest okazyjna cena i ile ona wynosi, oraz pokusić się o wyznaczenie wartości spółki giełdowej (rysunek 10.1). Zacznę od ceny.

Rysunek 10.1. *Sposoby wyznaczania ceny zakupu akcji spółki oraz jej wartości*

Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 10.1 przedstawiłem różne metody wyznaczania zarówno ceny zakupu akcji, jak i wartości spółki. Zagadnienia związane z ceną są prostsze, dlatego to na nich na razie się skupię. Pierwszą metodą pomiaru jest wskaźnik C/WK, czyli stosunek ceny akcji do wartości księgowej na akcję. Wartość tego wskaźnika daje inwestorowi pojęcie zarówno o cenie, jak i o wartości spółki. Oblicza się go według poniższego wzoru:

$$C/WK = \frac{cena}{wartość\ księgowa}$$

Wzór 10.1. *Formuła obliczania wskaźnika C/WK*

Jak widać, sposób obliczenia wskaźnika C/WK jest bardzo prosty. Większość ogólnodostępnych portali finansowych, takich jak Bankier.pl czy Onet.pl, oferuje już wyliczone wartości tego wskaźnika w przypadku każdej spółki giełdowej. Do licznika ze wzoru 10.1 wystarczy wstawić bieżącą cenę akcji danej spółki, a do mianownika wartość księgową spółki na jedną akcję. Samodzielne obliczenie wartości księgowej nie jest trudne. Wartość księgowa jest wartością rachunkową, a nie ekonomiczną. Co to oznacza? Wartość księgowa to nic innego jak wartość majątku spółki. W podejściu księgowym skupiamy się na tym, ile w rzeczywistości wart jest majątek, którym spółka dysponuje. Wartość księgowa zaś to wartość aktywów wykazanych w bilansie, pomniejszona o zobowiązania wykazane w pasywach bilansu. Tak otrzymany wynik należy podzielić przez liczbę akcji spółki, aby otrzymać wartość księgową na jedną akcję. Błędem byłoby dzielenie wyłącznie wartości aktywów spółki przez liczbę jej akcji. Po odjęciu dodatkowo zobowiązań inwestor wie, na ile można wycenić majątek spółki. Zobowiązaniami są zarówno zobowiązania długoterminowe, jak i krótkoterminowe. Długoterminowe to najczęściej kredyty, które należy spłacić po więcej niż jednym roku, natomiast krótkoterminowe to takie zobowiązania, które należy spłacić przed upływem jednego roku. Ogólnie rzecz biorąc, wartość zobowiązań w pasywach spółki mówi inwestorowi, ile jest ona winna innym podmiotom, ile musi oddać pieniędzy. Jeśli spółka posiada ogółem na przykład 20 mln zł zobowiązań, oznacza to, że w bliższej i/lub dalszej przyszłości taką kwotę będzie musiała zwrócić. Jeżeli zatem zobowiązania spółki to pieniądze nienależące do niej, trzeba o ich wartość pomniejszyć aktywa przed obliczeniem wartości księgowej. A dlaczego? Dlatego że to właśnie za pośrednictwem aktywów zobowiązania te będą spłacane. Gotówka wchodzi oczywiście w skład aktywów, a każdy inwestor by chciał, żeby to nią spółka spłacała kwoty, które jest winna. Nie zawsze jednak tak jest. W przypadku niedoboru gotówki oraz nadejścia terminu zapłaty, spółka będzie zmuszona pozbyć się majątku — najpierw obrotowego, a później ewentualnie trwałego. Z tego powodu należy od ogólnej wartości aktywów odjąć wartość

zobowiązań, aby się przekonać, jakiej wartości majątkiem dysponuje spółka. W skrócie można powiedzieć tak: to, co spółka ma (aktywa), pomniejszamy o to, co do niej nie należy (zobowiązania), by otrzymać w rezultacie wartość księgową. Poniżej (tabela 10.1) przedstawiłem bardzo uproszczony przykład obliczania wartości księgowej.

Tabela 10.1. *Uproszczony przykład obliczania wartości księgowej*

Aktywa trwałe	100 000 zł	Kapitały własne	80 000 zł
Aktywa obrotowe	20 000 zł	Zobowiązania i rezerwy	40 000 zł
Razem aktywa	**120 000 zł**	**Razem pasywa**	**120 000 zł**

Suma aktywów i pasywów musi się zgadzać, dlatego odejmowanie od wartości aktywów wartości pasywów nic by nie dało, bo różnica ta zawsze musi wynosić zero. Z powyższego przykładu wynika, że spółka posiada majątek wart 120 000 zł, złożony z 80 000 zł kapitałów własnych i z 40 000 zł zobowiązań. Pamiętając, że zobowiązaniami są kwoty pieniężne nienależące do spółki, należy pomniejszyć o nie majątek. Zatem wartość księgowa wynosi: 120 000 zł – 40 000 zł = 80 000 zł. Widać, że wartość księgowa nie jest niczym innym, jak wartością kapitałów własnych. Wychodzi więc na to, że inwestora interesuje tak naprawdę ten majątek, który spółka nabyła za własne pieniądze, bo jest on w tym ujęciu „coś wart", żaden wierzyciel bowiem nie będzie się o niego upominał. Z bilansu można też wyczytać liczbę akcji wyemitowanych przez spółkę. Załóżmy, że w naszym przykładzie spółka posiada 500 000 akcji. Otrzymany wynik, tj. 80 000 zł, wystarczy podzielić przez 500 000, aby otrzymać wartość księgową spółki przypadającą na jedną akcję — wartość ta wyniesie 0,16 zł. Inwestor chcący kupić akcje w promocji, musi zakupić je za cenę znajdującą się poniżej wartości księgowej, która w naszym przykładzie powinna być niższa niż 16 groszy. Nasuwa się pytanie: w jak dużej promocji należy kupować akcje? Benjamin Graham doradza nabywanie akcji, jeśli ich cena będzie stanowiła nie więcej niż $^2/_3$ wartości księgowej, czyli gdy cena rynkowa będzie o około 33% niższa od wartości księgowej przypadającej na jedną akcję. W naszym przykładzie $^2/_3$ wartości księgowej odpowiada w przybliżeniu cenie 11 groszy. Idąc za Grahamem, inwestor powinien kupić akcje spółki z omawianego przykładu, jeśli cena ukształtuje się mniej więcej na

poziomie 11 groszy, a dobrze będzie, jeśli wyniesie nawet mniej. Wróćmy do wskaźnika C/WK: widać, że jego wartość będzie się zmieniała w przypadku zmiany ceny rynkowej. Wartość księgowa w przypadku spółek giełdowych zmienia się co kwartał, wraz z publikacjami raportów finansowych, natomiast cena zmienia się z minuty na minutę. Samodzielne obliczanie tego wskaźnika byłoby bardzo uciążliwe, dlatego warto skorzystać z serwisów finansowych. Ja najchętniej śledzę wartość wskaźnika C/WK z wykorzystaniem serwisu Bankier.pl. Wskaźnik ten znajduje się w sekcji „wskaźniki finansowe" każdej spółki. Wystarczy załadować stronę znajdującą się pod adresem *http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/*, z menu po lewej stronie wybrać pozycję „Akcje", a w następnej kolejności z listy wybrać akcje konkretnej spółki (rysunek 10.2; przypominam, że omawiam wszystkie zagadnienia na przykładzie KGHM-u, tak będzie i teraz).

KGHM Polska Miedź S.A. (KGH)
Popularność: 212 pkt. (5.)
91.00 +2.50 (+2.82%)
O spółce: przegląd informacji | podstawowe dane | akcjonariat | władze i zatrudnienie
News: wiadomości o spółce | komunikaty spółki (ESPI) | sygnały analizy technicznej
Analizy: wyniki finansowe | wskaźniki finansowe | rekomendacje | raporty analityków
Pozostałe: wykresy online | skomentuj na forum | dodaj do portfela | Ustaw alarm (e-mail lub SMS)
KGHM - bieżące wskaźniki finansowe
Cena / Zysk
Cena / War.Księg.
Stopa dywidendy (%)
7.30
1.60
3.30

Rysunek 10.2. *Miejsce, w którym należy szukać informacji o wartości wskaźnika C/WK*

Źródło: opracowanie własne na podstawie serwisu Bankier.pl.

Po wybraniu spółki należy kliknąć u góry strony link „wskaźniki finansowe" — po załadowaniu podstrony inwestor zobaczy wartość wskaźnika C/WK. Kiedy pisałem te słowa (lipiec 2010), C/WK dla KGHM-u wynosił 1,60. A zatem bieżąca cena akcji tej spółki była wyższa o 60% w stosunku do wartości księgowej. Jeśli cena spadnie do poziomu wartości księgowej przypadającej na jedną akcję, wskaźnik ten będzie miał wartość 1. Oznaczać to będzie, że inwestor będzie mógł nabyć akcje KGHM-u za cenę odzwierciedlającą wartość, tzn. zapłaci tyle, ile jedna

akcja jest rzeczywiście warta — nie przepłaci, ale też nie kupi w promocji. My chcemy kupować akcje poniżej wartości księgowej, czyli teoretycznie zakup akcji można rozpatrywać od wartości wskaźnika C/WK wynoszącej 0,99. Im większa promocja, tzn. im niższa wartość wskaźnika C/WK względem jedności, tym lepiej. Problem pojawia się, gdy inwestor, kupując akcje, zaczyna się zastanawiać, czy w przyszłości być może nie będzie miał okazji kupić ich taniej. Może się okazać, że w przyszłości cena akcji spadnie na przykład 80% poniżej wartości księgowej i kupno akcji z 50-procentową zniżką będzie bezzasadne! Niemądrze byłoby ominąć taką okazję, prawda? W związku z tym uznałem, że bazowanie wyłącznie na wskaźniku C/WK w celu wyznaczenia momentu kupna jest niewystarczające. Dodatkowo można się wspomóc wykresem historycznych notowań spółki. W całym procesie wyboru spółek to jedyny raz, kiedy posłużę się wykresem do wyznaczenia momentu zakupu. Nie będę uprawiał jednak żadnej analizy technicznej — nie o to teraz chodzi. Wykresy służą mi jedynie do uzyskania pewnego rozeznania na temat poziomów, do których spadły notowania danej spółki. Jeśli inwestor wie, jakie były przeszłe minima i maksima notowań akcji, z łatwością zorientuje się w przyszłości, kiedy akcje są skrajnie przewartościowane, a kiedy skrajnie niedowartościowane. Kupować należy w tym drugim przypadku. Poniżej na wykresach dotyczących kilku spółek zaznaczyłem momenty zakupu. Dwie z przedstawionych spółek są już znane Czytelnikowi — KGHM i Teresa Medica (od niej zacznę; rysunek 10.3) — natomiast pozostałe dwie omówię nieco później, przy okazji wyboru spółek na rynku New Connect.

Wykres przedstawia notowania akcji spółki Teresa Medica od debiutu giełdowego do lipca 2010 roku. Akcje na początku kosztowały około 36 zł, po czym spadły do 9,25 zł, ja je kupiłem po 18,20 zł. Zakupu dokonałem przy wartości wskaźnika C/WK na poziomie 2,20. Jest to bardzo wysoki poziom i nijak się nie ma do wcześniej omawianej filozofii zakupów promocyjnych. Dlaczego wobec tego dokonałem zakupu? Otóż nie ma gwarancji, że ceny akcji wszystkich spółek spadną kiedykolwiek poniżej poziomu wartości księgowej. Wartość księgowa Teresy Mediki za rok 2009 wynosi 7,52 zł. Korzystając z wcześniej omówionych zasad, musiałbym dokonać zakupu, gdyby cena spadła na przykład do poziomu 7 zł za akcję. Z wykresu jednak wynika, że w najniższym punkcie

Rysunek 10.3. *Moment zakupu akcji spółki Teresa Medica*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu gielda.onet.pl.

notowań akcje tej spółki kosztowały 9,25 zł, czyli i tak 23% powyżej wartości księgowej. Jeśli czekałbym na spadek ceny poniżej tej wartości, mógłbym się po prostu nie doczekać, dlatego cenę 18,20 zł uznałem za okazyjną. Na marginesie: ze spółką Teresa Medica miałem mały problem, ponieważ cena jej akcji od samego debiutu znajdowała się w trendzie spadkowym, przez co nie miałem dostępu do historycznych dołków notowań. Musiałem więc czekać na jakiś poważniejszy sygnał wzrostowy, aby stwierdzić, czy cena akcji ukształtowała dołek. W ciągu czterech sesji cena akcji podskoczyła z około 14,50 zł do wartości 18 zł! To bardzo poważny wzrost, niespotykany wcześniej w historycznych notowaniach akcji tej spółki. Uznałem zatem, że Teresa Medica rozpoczyna pierwszy w swojej karierze giełdowej trend wzrostowy oraz że ukształtował się dołek, w związku z tym postanowiłem kupować właśnie w tym momencie. Czytelnik może się teraz zastanawiać, co zrobię, jeśli cena akcji spadnie poniżej 18,20 zł, na przykład do 10 zł. Odpowiem tak: to już nie jest moje zmartwienie. Teresa Medica działa w bardzo perspektywicznej branży (medycznej), szacuję więc, że w przyszłości zarobi jeszcze więcej pieniędzy, niż zarobiła dotychczas, a zarabiała i tak niemało. Posiada stabilną kondycję finansową i biznesową, jest

świetnie zarządzana. Nie zamierzam zatem w najbliższej przyszłości pozbywać się jej akcji.

Euroimplant jest spółką notowaną na rynku NewConnect. Do szczegółów jej działalności powrócę, teraz chcę jedynie pokazać moment zakupu jej akcji (rysunek 10.4).

Rysunek 10.4. *Wykres historycznych notowań spółki Euroimplant*

Źródło: opracowanie własne na podstawie wykresu ze strony www.newconnect.pl.

Z wykresu na rysunku 10.4 wynika, że w momencie rozpoczęcia notowań akcji kosztowały one w granicach 0,50 zł, po czym ich wartość spadła do około 0,20 zł i wzrosła aż do około 1,50 zł. To bardzo duży wzrost obrazujący skrajne przewartościowanie. Inwestor, który kupiłby akcje w szczycie, straciłby mnóstwo pieniędzy. Moment zakupu akcji tej spółki przypadł na czas, kiedy kosztowały one 0,44 zł. Pierwsze historyczne minimum notowań znalazło się na poziomie 0,20 zł, natomiast drugie w okolicach 0,40 zł. Uznałem, że spadek widoczny na wykresie i tak jest bardzo duży, w zasadzie zniósł on prawie cały wcześniejszy wzrost, a cena akcji znalazła się na poziomie drugiego historycznego minimum. Nie pozostało mi zatem nic innego, jak kupić akcje Euroimplantu.

Trzecią spółką po Euroimplancie i Teresie Medice jest Serenity. Poniższy wykres (rysunek 10.5) obrazuje moment zakupu jej akcji wraz z historycznymi dołkami oraz szczytami.

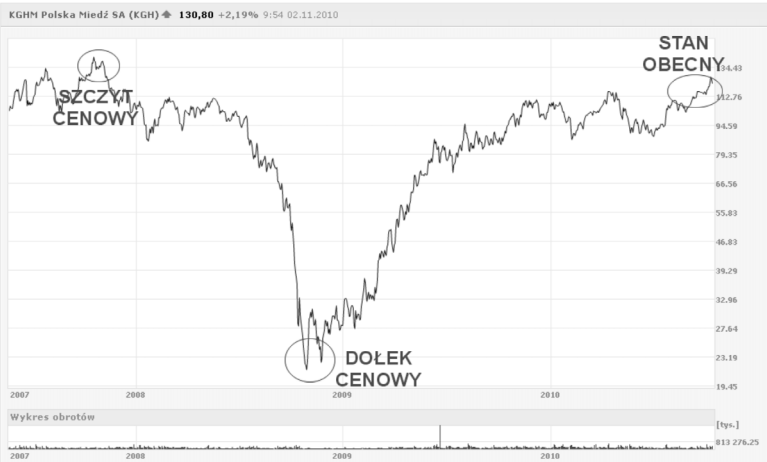
Rysunek 10.5. *Wykres notowań akcji spółki Serenity*

Źródło: opracowanie własne na podstawie wykresu ze strony www.newconnect.pl.

Jak widać na powyższym wykresie, w momencie debiutu cena akcji Serenity kształtowała się na poziomie 0,40 zł, po czym spadła sporo poniżej 0,30 zł, potem gwałtownie wzrosła i znów spadła do poziomu około 0,30 zł. Kolejny wzrost był jeszcze gwałtowniejszy i wywindował cenę akcji na poziom 0,60 zł. Znając cenę z początku notowań, historyczne minima oraz maksimum, wiedziałem, że cena 0,27 zł — za tyle kupiłem akcje — jest niesamowitą okazją. Jak widać, zakupu dokonałem na poziomie historycznego minimum po okresie długiego spadku.

We wszystkich powyższych przypadkach kupiłem akcje bardzo tanio, ale ich cena w momencie zakupu kształtowała się powyżej wartości księgowej, nie odwrotnie. Rysunek 10.6 przedstawia wykres historycznych notowań akcji KGHM-u wraz ze stanem obecnym.

Pozioma czerwona linia oznacza wartość księgową przypadającą na jedną akcję. W roku 2009 wartość księgowa wynosiła około 54 zł. Jak widać z wykresu, cena akcji KGHM-u sporo w przeszłości spadła i wyniosła około 20 zł, co oznacza zniżkę o ponad 60%! Na koniec 2008 roku akcje KGHM-u były sprzedawane w ponad 60-procentowej promocji. Inwestorzy, którzy wtedy dokonali zakupu, zarobili do dzisiaj mnóstwo



Rysunek 10.6. *Notowania akcji KGHM-u*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu gielda.onet.pl.

pieniędzy. Obecnie cena akcji KGHM-u kształtuje się na poziomie około 120 zł, co jest zbyt wysoką ceną za papiery wartościowe tej spółki. KGHM to świetna, stabilna i bardzo zyskowna spółka, dlatego dokonam zakupu jej akcji, gdy cena znajdzie się poniżej wartości księgowej, a najlepiej, jeśli kurs będzie zniżkował w okolice zaznaczonego na rysunku 10.6 dołka.

Myślę, że cztery powyższe przykłady dość jasno obrazują sens wyboru momentu zakupu akcji „wspaniałych spółek". Tymczasem wracam do rysunku 10.1 — zgodnie z przedstawionym na nim schematem zajmę się teraz zagadnieniem wartości spółki, które zobrazuję, zestawiając metody naukowe z domowymi.

Najpierw jednak muszę wyjaśnić zasygnalizowane już w tym rozdziale pojęcie wartości ekonomicznej. Najprościej ujmując, wartość ekonomiczną można przedstawić tak jak na rysunku 10.7.

Wartość księgowa to wartość spółki wynikająca z jej księgowości. Jeśli zsumujemy wszystkie pozycje wartości majątku wykazane w księgach rachunkowych i pomniejszymy o zobowiązania, otrzymamy wartość

Rysunek 10.7. *Pojęcie wartości ekonomicznej*

Źródło: opracowanie własne.

księgową. Ma ona jednak wady, ponieważ nie uwzględnia tzw. wartości pozaksięgowej. Wartość pozaksięgowa nie jest niczym innym jak znaną z teorii rachunkowości wartością spółki (w języku angielskim określa się ją mianem goodwill). Na potrzeby tej książki postanowiłem jednak używać terminu wartości pozaksięgowej, gdyż w bardziej obrazowy sposób oddaje on omawiane zagadnienie. Wartością ekonomiczną jest zatem suma wartości, które można zapisać w księgach rachunkowych, oraz wartości niemierzalnych standardowymi metodami rachunkowymi. Typowa wartość księgowa składników majątku może na przykład być obliczona w oparciu o cenę ich zakupu. Spółka posiadająca określoną liczbę samochodów po prostu sumuje cenę ich zakupu, pomniejsza o ich zużycie i otrzymuje w ten sposób wartość księgową swoich pojazdów[1]. Jak jednak spółka miałaby wycenić wartość relacji z klientami i inwestorami? Tutaj rachunkowość zawodzi, bo są to kategorie bardzo względne. Relacja opiera się bardziej na emocjach niż na sztywnych, logicznych zasadach, a logiki potrzebuje nauka.

[1] Prezentowany przykład może nie być w opinii księgowych w 100% poprawny, jednak chcę ogólnie zobrazować zasadę wartości księgowej bez zagłębiania się w szczegóły, które tylko zaciemniłyby omawiane zagadnienie.

Na rysunku 10.8 przedstawiłem moim zdaniem najważniejsze elementy wartości pozaksięgowej istotne dla inwestora.

Rysunek 10.8. *Istotne elementy wartości pozaksięgowej, na które inwestor powinien zwrócić uwagę*

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać, najistotniejszą wartość pozaksięgową stanowią relacje z klientami, dostawcami, inwestorami oraz akcjonariuszami. Klienci to podstawa sukcesu w biznesie, bo to od nich zależy wielkość sprzedaży. Dobre relacje z klientami przekładają się na spore zyski. Dostawcy dostarczają materiałów do wyrobu produktów końcowych spółki. I z nimi potrzebne są dobre relacje, ponieważ nieterminowe realizowanie płatności ze strony dostawców może się okazać pierwszą przyczyną bankructwa spółki. Inwestorzy dostarczają kapitału do rozwoju spółki, przez co stają się jej akcjonariuszami. Bez nich działalność spółki nie byłaby możliwa. Spółka wartościowa będzie dążyła do utrzymania jak najlepszych relacji z wymienionymi interesariuszami.

Dobre relacje spółki z klientami, dostawcami czy inwestorami przekładają się na jej reputację, czyli na opinię innych osób i instytucji na temat jej funkcjonowania. Jeśli spółka postrzegana jest jako solidne przedsiębiorstwo, czy inaczej mówiąc: „dobra firma", będzie przynosić zyski. Zarząd, który uczciwie zarządza przedsiębiorstwem, będzie dążył do utrzymania i systematycznego wzmacniania dobrej reputacji spółki, co z kolei znajdzie odzwierciedlenie w obecnym i przyszłym potencjale zysków.

Wartość pozaksięgowa jest jakby nadwyżką nad wartością księgową, łącznie stanowią wartość ekonomiczną. To na niej powinien skupić się inwestor, określając wartość spółki jako całości. W tym momencie pojawia się problem, bo początkujący inwestor może mieć problem z wyznaczeniem wartości ekonomicznej. Na rysunku 10.1 pokazałem dwa sposoby wyznaczania wartości spółki — naukowy oraz domowy. Obie metody zmierzają do wyznaczenia wartości ekonomicznej. Metody naukowe mają to do siebie, że z ich użyciem można określić wartość ekonomiczną konkretną wielkością liczbową. Metodami domowymi tego się nie zrobi. Metody te zmierzają jedynie do sprecyzowania, czy spółka jest wartościowa, czy nie. Wszystkie elementy analizy spółki opisane dotychczas są składowymi domowej metody wyznaczania wartości. Spółka posiadająca solidną kondycję finansową, dobrze zarządzana, z trwałą przewagą konkurencyjną jest bardzo wartościowa. Dla odmiany spółka o złej kondycji finansowej, źle zarządzana, posiadająca słabą pozycję konkurencyjną jest najmniej wartościowa. Ogólnie: korzystając z metody domowej, inwestor uzyska jedynie mało precyzyjne w porównaniu z metodami naukowymi pojęcie o wartości spółki. Wydawać by się mogło, że pomimo względnie niskiej precyzji określania wartości metoda domowa nie jest skuteczna. Tymczasem moim zdaniem jest ona najodpowiedniejszym narzędziem analizy spółki dla inwestora indywidualnego. Metody naukowe wymagają przeprowadzenia nieraz skomplikowanych obliczeń, ale tym, co stanowi największą przeszkodę w przypadku korzystania z różnego rodzaju modeli naukowych, jest cena informacji potrzebnej do analizy. Na czwartym semestrze uczęszczałem na zajęcia z ekonometrii, czyli nauki zajmującej się matematycznym opisem zjawisk ekonomicznych, prowadzący powiedział kiedyś, że z kolegą sprawdził, ile kosztują dane tickowe[2] z ostatnich 10 lat z giełdy nowojorskiej. Dowiedzieli się, że koszt nabycia takich danych wynosi 84 000 dolarów, z wyłączeniem wydatków na sprzęt komputerowy, który umożliwiłby ich analizę! Wątpię, aby któregokolwiek z inwestorów indywidualnych było stać na podobny zakup tylko po to, aby dowiedzieć się, ile warta jest konkretna spółka giełdowa. Dokładne, liczbowe

[2] Tick to ruch ceny akcji spowodowany jedną transakcją. Im więcej transakcji kupna/sprzedaży, tym tick będzie mniejszy. Dane tickowe są to dane bardzo dokładne.

określenie wartości jest trudne, kosztowne i zupełnie zbędne. Większość funduszy inwestycyjnych korzysta z modeli wyceny przedsiębiorstw, a osiągają bardzo marne wyniki. Powielanie zatem ich sposobu działania byłoby mocno chybione. Szkoda na to czasu.

Pamiętam, jak na zajęciach z przedmiotu finanse przedsiębiorstw omawialiśmy sposoby wyceny przedsiębiorstw, czyli określania ich wartości. Zapytałem prowadzącą, czy posiadanie wiedzy wyłącznie na temat wartości księgowej jest wystarczające. Zaprzeczyła i dodała, że modele wyceny uwzględniają również niemierzalne aspekty działalności przedsiębiorstwa. Metoda domowa, którą preferuję, również uwzględnia wartość pozaksięgową. W zasadzie strategia ta nie różni się zbytnio od metod naukowych, jedynie jej podejście jest zupełnie nienaukowe.

W dalszej kolejności moje rozumowanie było następujące: jeśli wartość księgowa jest minimalnym poziomem wartości spółki, a wartość pozaksięgowa dodatkowo zwiększa wartość księgową, to kupując akcje spółki poniżej wartości księgowej, kupię je i tak poniżej wartości ekonomicznej. Wystarczy zatem wiedzieć, czy spółka posiada dobrą wartość pozaksięgową, bez konieczności jej dokładnego określania, oraz odpowiedni poziom wartości księgowej, aby móc wiedzieć, kiedy kupić jej akcje w promocji. W tym momencie można łatwo wyjaśnić zachowanie wcześniej zaprezentowanych spółek, których akcje nabyłem. Nigdy cena ich akcji nie spadła poniżej wartości księgowej, ponieważ różnica między wartością księgową a ceną akcji nie była niczym innym, jak wartością pozaksięgową. W przypadku spółki Teresa Medica różnica między dołkiem, czyli ceną 9,25 zł, a wartością księgową przypadającą na jedną akcję, czyli 7,25 zł, wynosząca 2 zł, jest wartością pozaksięgową przypadającą na jedną akcję. To jest to! Po co inwestor ma się męczyć i samodzielnie wyliczać wartość ekonomiczną, skoro wystarczy tylko pomyśleć i skorzystać z wyceny rynkowej?

Po przeprowadzeniu analizy spółki w etapach przedstawionych na rysunku 9.1 w rozdziale 9. inwestor jest w stanie określić z grubsza wartość ekonomiczną spółki giełdowej. Na etapie wstępnej selekcji oraz analizy danych finansowych inwestor określa poziom wartości księgowej oraz stopień solidności kondycji finansowej spółki. Poznawszy zawartość strony internetowej spółki oraz jej sprawozdania finansowe,

ustala wartość pozaksięgową na podstawie jakości zarządzania oraz pozycji konkurencyjnej spółki i perspektyw działalności w branży, w której funkcjonuje. Po połączeniu ze sobą wszystkich elementów inwestor zyskuje pojęcie na temat wartości spółki.

Rysunek 10.9 przedstawia mój pogląd na hierarchię wartości. Pragnę zaznaczyć, że nie jest to podejście uniwersalne i obiektywne. Każdy inwestor może uszeregować różne wartości spółki według własnego uznania. Przy sporządzaniu omawianego rysunku kierowałem się kryterium ważności branży jako nadrzędnym. Uważam, że branża, czyli środowisko działalności spółki, w największej mierze odpowiada za jej przyszłe sukcesy. Za spółkę o wysokiej wartości uważam taką, która cechuje się solidną kondycją finansową, jest dobrze zarządzana oraz działa w perspektywicznej branży i posiada trwałą przewagę konkurencyjną. Przeciwieństwem spółki najbardziej wartościowej jest spółka posiadająca najniższą wartość, czyli słabą kondycję finansową, kiepski zarząd i słabą pozycję branżową. Warianty „Kiepska wartość I" i „Kiepska wartość II" odpowiadają mniej więcej wartości, którą określiłem po prostu mianem kiepskiej. Spółka o dobrej kondycji finansowej i zręcznym zarządzie, ale działająca w kiepskiej branży ma według mnie małe szanse na generowanie zysków, które zadowoliłyby inwestorów w przyszłości. Podobnie, a nawet trochę gorzej przedstawia się sytuacja w spółce o silnych fundamentach, kiepskim zarządzie i słabej pozycji branżowej. Jeśli spółka nie posiada dobrej kondycji finansowej, ale nie znajduje się w upadłości ani na skraju bankructwa, jest nie najlepiej zarządzana, ale działa w perspektywicznej branży, może w przyszłości stać się spółką bardzo wartościową, o ile poprawi parametry swojej działalności. Inwestorów może zainteresować również spółka, która zalicza się do kategorii „Dobra wartość". Ma ona co prawda słabszą kondycję branżową od swojej następczyni, jednak dużo lepszą niż poprzedniczki, jest dobrze zarządzana i jej pozycja branżowa jest charakterystyczna dla tzw. „drugich spółek", czyli podmiotów zajmujących drugie miejsce w danej branży. Jako inwestora interesują mnie wyłącznie spółki o najwyższej i dobrej wartości, przy czym pierwszeństwo mają akcje spółek o najlepszej wartości. Według mnie typowym przykładem spółek o bezsprzecznie najwyższej wartości są KGHM, PGE oraz Teresa Medica.

Typową „drugą spółką" jest Tauron posiadający niezłą kondycję finansową, dobry zarząd, lecz słabszą pozycję branżową w stosunku do PGE — Tauron znajduje się bowiem na drugim miejscu wśród spółek polskiego sektora energetycznego.

NAJWYŻSZA WARTOŚĆ	SOLIDNE FUNDAMENTY	DOBRE ZARZĄDZANIE	ŚWIETNA POZYCJA BRANŻOWA
DOBRA WARTOŚĆ	SŁABSZE FUNDAMENTY	DOBRE ZARZĄDZANIE	DOBRA POZYCJA BRANŻOWA
ŚREDNIA WARTOŚĆ	SŁABE FUNDAMENTY	KIEPSKIE ZARZĄDZANIE	PERSPEKTYWICZNA BRANŻA
KIEPSKA WARTOŚĆ I	SILNE FUNDAMENTY	SŁABY ZARZĄD	SŁABA POZYCJA BRANŻOWA
KIEPSKA WARTOŚĆ II	SILNE FUNDAMENTY	DOBRE ZARZĄDZANIE	MAŁO PERSPEKTYWICZNA BRANŻA
NAJNIŻSZA WARTOŚĆ	SŁABE FUNDAMENTY	KIEPSKIE ZARZĄDZANIE	SŁABA POZYCJA BRANŻOWA

Rysunek 10.9. *Moja hierarchia wartości spółki*

Źródło: opracowanie własne.

Określenie wartości spółki w podobny sposób, w jaki ja to uczyniłem na rysunku 10.9, jest całkowicie wystarczające, łatwe i zrozumiałe dla każdego. Korzystanie z modeli naukowych nie ma sensu. One tylko komplikują życie i zaciemniają sytuację. Pamiętam, jak dowiedziałem się, na czym polega metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych w oparciu o ekonomiczną wartość dodaną, i moją reakcję na tę wiedzę — w pewnym momencie zacząłem wątpić, czy jestem w stanie samodzielnie określić wartość spółki. Dla większości Czytelników takie terminy jak „zdyskontowane przepływy pieniężne" czy „wartość dodana" brzmią zapewne tajemniczo, jednak zupełnie nie trzeba się nim przejmować, aby skutecznie inwestować.

11.
Kondycja finansowa spółki

Analizując roczne sprawozdania finansowe, inwestor zbiera nie tylko informacje na temat środowiska biznesowego i branżowego spółki oraz jakości jej zarządzania, ale również dane finansowe. Dane te opisują wielkość oraz stabilność fundamentu, na którym spółka wzrasta oraz działa. Jeśli fundament okaże się słaby, słaba będzie również działalność spółki. Oparta na mocnym fundamencie spółka osiągać będzie wyniki coraz bardziej satysfakcjonujące inwestorów. Wspominałem już, że według Warrena Buffeta lepsza jest silna finansowo spółka ze słabszym zarządem niż słaba finansowo spółka ze wspaniałym zarządem. Faktycznie, słaby zarząd można przecież wymienić, natomiast poprawa kondycji finansowej jest o wiele trudniejsza i zależy również od bardzo wielu czynników pozafinansowych. W tym rozdziale pokażę inwestorom, co jest najważniejsze w sprawozdaniach finansowych, na co powinni zwracać szczególną uwagę. Zaprezentuję również sposób czytania danych finansowych oraz ich gromadzenia.

Część finansowa sprawozdania jest dość obszerna, a wszystkie informacje w niej zawarte są ważne i nie można ich pominąć. Natłok informacji

powoduje, że osoby stawiające pierwsze kroki w świecie inwestycji gubią się w zawiłych na pierwszy rzut oka zagadnieniach finansowych. Lektura takich dokumentów jak bilans czy rachunek zysków i strat wymaga znajomości podstaw rachunkowości, co najprawdopodobniej odstrasza początkujących inwestorów, którzy w ostateczności skuszeni „łatwością" stosowania analizy technicznej zostają spekulantami. Początkowo sam czułem się zagubiony w świecie liczb oraz księgowości. Szukałem informacji na temat sprawozdań w wielu różnych źródłach, począwszy od książki *Security Analysis* Benjamina Grahama, a skończywszy na studiach finansowych. Jakby tego było mało, nie udało mi się nigdy znaleźć kompleksowej książki na temat inwestowania, napisanej przez polskiego inwestora. Z tego powodu sam musiałem myśleć, wyciągać wnioski i praktykować to, czego się dowiedziałem. Ostatecznie nauczyłem się w końcu czytać sprawozdania finansowe, a w szczególności część typowo finansową. Robert Kiyosaki w swoich książkach zdecydowanie podkreśla konieczność nabycia umiejętności czytania sprawozdań, bo tak jak świadectwo szkolne dla ucznia jest dowodem jego wiedzy, tak sprawozdanie finansowe dla inwestora jest świadectwem kondycji jego spółki. W poprzednich rozdziałach używałem pojęcia „sprawozdanie finansowe" do określenia raportów rocznych spółek, które składały się między innymi z listu prezesa do akcjonariuszy, sprawozdania zarządu oraz części finansowej. W tym rozdziale, dla uproszczenia, będę używał pojęcia „sprawozdanie finansowe" wyłącznie na określenie części finansowej składającej się przede wszystkim z bilansu, rachunku zysków i strat, przepływów pieniężnych oraz not objaśniających.

Analizę sprawozdania postanowiłem zawsze rozpoczynać od pewnych najważniejszych pozycji. Ogólnie rzecz biorąc, mój sposób czytania sprawozdań jest bardzo prosty — na początek wyszukuję i wypisuję sobie pewne liczby, które według mnie są kluczowe dla spółki, następnie obliczam na ich podstawie kilka wskaźników i analizuję wypisane dane wraz z obliczonymi wskaźnikami — w efekcie uzyskuję jasne pojęcie na temat fundamentów spółki. Wracam później do sprawozdania finansowego, aby zapoznać się z dokładnymi danymi. Jeżeli zauważę, że marża na sprzedaży wyrobów gotowych spółki nagle spadła, wiem, że prawdopodobnie musiał mieć miejsce jeden z następujących scenariu-

szy — albo spadła wielkość sprzedaży, albo koszty wytworzenia wzrosły szybciej niż sprzedaż, powodując zmniejszoną zyskowność. No właśnie… gdybym nie zajrzał drugi raz do sprawozdania finansowego, nie wiedziałbym, dlaczego tak się stało. A zatem jestem w stanie bardzo szybko rozpoznać ogólną kondycję finansową, jednak po szczegóły wyjaśniające pewne zachowania trzeba wrócić do sprawozdania. Na etapie analizy fundamentów spółki inwestor staje się detektywem. Nie jest to być może bardzo ekscytujące zajęcie w porównaniu z grą na giełdzie, jednak należy je potraktować jako pewien rodzaj zabawy. Nie oznacza to, że trzeba podejść w beztroski sposób do danych finansowych (wręcz przeciwnie), jednak dokładna analiza powinna sprawiać przyjemność. Jeśli inwestor nie odczuwa zadowolenia z czytania sprawozdań, może lepiej, żeby zajął się spekulacją… Są różni ludzie i różne upodobania, pewne osoby nadają się do inwestowania, a inne do spekulacji, ważne jest, żeby odnaleźć swoje finansowe „powołanie". Na podstawie swoich doświadczeń doszedłem do wniosku, że kiepski ze mnie spekulant, dlatego zająłem się inwestowaniem, co okazało się strzałem w dziesiątkę.

Na tym etapie inwestor powinien posiadać na dysku swojego komputera posegregowane sprawozdania roczne, co ułatwi ich analizę. W dalszej kolejności warto skorzystać z pomocy odpowiednio przygotowanego arkusza kalkulacyjnego. Przez odpowiednie przygotowanie rozumiem utworzenie szkieletu tabeli, w której można zebrać dane ze sprawozdań. Tabela 11.1 odzwierciedla wygląd wykorzystywanego przeze mnie arkusza kalkulacyjnego.

W przypadku spółek, których akcje posiadam, tworzę dodatkowo drugą tabelę — zawiera ona takie same wiersze, jednak kolumny oznaczone są numerami kolejnych kwartałów, a nie lat. Kwartały te umieszczam obok odpowiadających kwartałów roku poprzedzającego w celach porównawczych, czyli: Q1 2009, Q1 2010, Q2 2009, Q2 2010, Q3 2009, Q3 2010, Q4 2009, Q4 2010 itd. Następne pozycje w wierszach zawierają dane finansowe ułożone w kolejności uszeregowania dokumentów sprawozdania. Zazwyczaj pierwszym dokumentem, z którym inwestor ma szansę się zapoznać, jest bilans, dlatego najpierw postanowiłem wypisać liczby w nim zawarte. Potem przechodzę do rachunku zysków i strat. Połowę arkusza prezentowanego w tabeli 11.1 stanowią zwykłe

Tabela 11.1. *Wygląd arkusza kalkulacyjnego, którego używam*

(w tys. zł, skonsolidowane/jednostkowe)	**1997**	**...**	**2008**	**2009**
Aktywa				
Aktywa obrotowe				
Zapasy				
Należności krótkoterminowe				
Gotówka i inne środki pieniężne				
Kapitał własny				
Zobowiązania długoterminowe				
Zobowiązania krótkoterminowe				
Kapitał obrotowy netto				
Przychody ze sprzedaży				
EBIT				
Zysk brutto				
Zysk netto				
Wskaźniki				
Zadłużenie/kapitał własny				
Kw/A				
ROE				
Gotówka/zobowiązania krótkoterminowe				
Cykl konwersji gotówki (w dniach)				
Rotacja zapasów (w dniach)				
Rotacja należności (w dniach)				
Rotacja zobowiązań (w dniach)				
Płynność bieżąca				
Marża na sprzedaży				
Marża operacyjna				
Marża zysku netto				

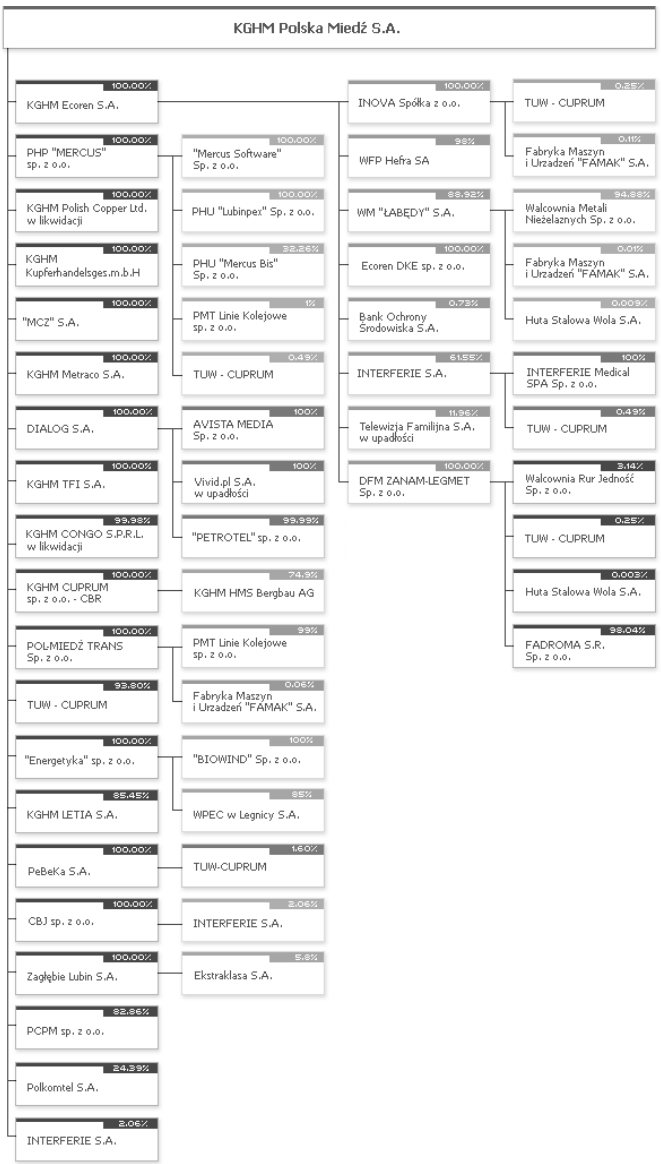
Źródło: opracowanie własne.

liczby, natomiast druga część to wskaźniki obliczane automatycznie na ich podstawie. W lewym górnym rogu zamieszczam zawsze walutę

sprawozdania oraz precyzję prezentowanych danych, co oznacza zapis „w tys. zł". Domyślnie sprawozdania polskich spółek giełdowych zawierają dane przedstawione w ten właśnie sposób, choć zdarzają się spółki stosujące zapis „w mln zł". Spółki, którym zależy na porównywalności danych w skali międzynarodowej, będą sporządzać swoje sprawozdania nie tylko w złotówkach, ale również w euro lub dolarach. W takich przypadkach inwestor znajdzie w sprawozdaniu następujące zapisy — „w tys. EUR" lub „w tys. USD". Oprócz waluty oraz precyzji liczbowej sprawozdania zaznaczam również, czy jest to sprawozdanie skonsolidowane, czy jednostkowe. Różnica jest znaczna, już wyjaśniam dlaczego. Duże spółki, takie jak KGHM czy PGE, posiadają mnóstwo spółek zależnych, które kontrolują. Spółki takie łącznie tworzą grupę kapitałową. Grupa sporządza sprawozdania skonsolidowane, czyli inaczej sprawozdania zbiorcze dla wszystkich spółek. Jednostka nadrzędna jest zazwyczaj i tak odpowiedzialna za generowanie znacznych zysków w takiej grupie kapitałowej, co również jest zaznaczone w sprawozdaniu. Natomiast sprawozdanie jednostkowe dotyczy wyłącznie jednostki dominującej. Rysunek 11.1 pokazuje budowę grupy kapitałowej na przykładzie grupy KGHM Polska Miedź.

Jednostką dominującą, czyli spółką nadrzędną, spółką matką w grupie, jest spółka KGHM Polska Miedź S.A. Pozostałe spółki oznaczone różnokolorowymi zakładkami stanowią podmioty, w których KGHM w większości posiada 100% udziałów. Podmioty te tworzone i/lub przejmowane były w celu wsparcia działalności podstawowej KGHM-u oraz wejścia w inne branże, na przykład telekomunikacyjną, czego dowodem jest pakiet akcji w Polkomtelu. Zatem sprawozdanie jednostkowe tworzone jest wyłącznie dla jednostki dominującej, w tym przypadku dla spółki KGHM Polska Miedź S.A. Sprawozdanie to nie obejmuje reszty spółek grupy kapitałowej ujętych na rysunku 11.1 Natomiast sprawozdanie skonsolidowane obejmuje nie tylko dane finansowe spółki dominującej, ale dodatkowo uwzględnia w zbiorczy sposób dane finansowe pozostałych spółek grupy kapitałowej.

Rozpoczynając analizę sprawozdania finansowego, inwestor koniecznie musi zwrócić uwagę na walutę sprawozdania oraz precyzję prezentacji liczb, jak również na rodzaj sprawozdania finansowego. Tutaj nie


KGHM Polska Miedź S.A.
100.00% KGHM Ecoren S.A.
100.00% PHP "MERCUS" sp. z o.o.
100.00% KGHM Polish Copper Ltd. w likwidacji
100.00% KGHM Kupferhandelsges.m.b.H
100.00% "MCZ" S.A.
100.00% KGHM Metraco S.A.
100.00% DIALOG S.A.
100.00% KGHM TFI S.A.
99.98% KGHM CONGO S.P.R.L. w likwidacji
100.00% KGHM CUPRUM sp. z o.o. - CBR
100.00% POLMIEDŹ TRANS Sp. z o.o.
93.80% TUW - CUPRUM
100.00% "Energetyka" sp. z o.o.
85.45% KGHM LETIA S.A.
100.00% PeBeKa S.A.
100.00% CBJ sp. z o.o.
100.00% Zagłębie Lubin S.A.
82.86% PCPM sp. z o.o.
24.33% Polkomtel S.A.
2.06% INTERFERIE S.A.
100.00% "Mercus Software" Sp. z o.o.
100.00% PHU "Lubinpex" Sp. z o.o.
22.26% PHU "Mercus Bis" Sp. z o.o.
1% PMT Linie Kolejowe sp. z o.o.
0.49% TUW - CUPRUM
100% AVISTA MEDIA Sp. z o.o.
100% Vivid.pl S.A. w upadłości
99.99% "PETROTEL" sp. z o.o.
74.9% KGHM HMS Bergbau AG
99% PMT Linie Kolejowe sp. z o.o.
0.06% Fabryka Maszyn i Urządzeń "FAMAK" S.A.
100% "BIOWIND" Sp. z o.o.
85% WPEC w Legnicy S.A.
1.60% TUW-CUPRUM
2.06% INTERFERIE S.A.
5.8% Ekstraklasa S.A.
100.00% INOVA Spółka z o.o.
98% WFP Hefra SA
88.92% WM "ŁABĘDY" S.A.
100.00% Ecoren DKE sp. z o.o.
0.73% Bank Ochrony Środowiska S.A.
61.55% INTERFERIE S.A.
11.96% Telewizja Familijna S.A. w upadłości
100.00% DFM ZANAM-LEGMET Sp. z o.o.
0.25% TUW - CUPRUM
0.11% Fabryka Maszyn i Urządzeń "FAMAK" S.A.
94.88% Walcownia Metali Nieżelaznych Sp. z o.o.
0.61% Fabryka Maszyn i Urządzeń "FAMAK" S.A.
0.009% Huta Stalowa Wola S.A.
100% INTERFERIE Medical SPA Sp. z o.o.
0.49% TUW - CUPRUM
3.14% Walcownia Rur Jedność Sp. z o.o.
0.25% TUW - CUPRUM
0.003% Huta Stalowa Wola S.A.
98.04% FADROMA S.R. Sp. z o.o.

Rysunek 11.1. *Skład grupy kapitałowej KGHM*

Źródło: www.kghm.pl.

można się pomylić! Można wyobrazić sobie sytuację, w której spółka od pewnego momentu nie publikuje sprawozdań skonsolidowanych, lecz wyłącznie jednostkowe. Jeśli inwestor przeoczy ten fakt, będzie analizował nieporównywalne dane i wyciągał błędne wnioski.

Informacja jest w XXI wieku najcenniejszym dobrem, dlatego nie można mieć wątpliwości co do jej rzetelności i prawdziwości. Nadrzędnym celem rachunkowości jest prezentacja danych właśnie w ten sposób. Muszę przyznać, że zanim zacząłem poważnie inwestować, analizowałem zagadnienie kreatywnej rachunkowości, co związane było z tematem mojej pracy licencjackiej. Przeczytałem kilka książek na ten temat, przestudiowałem mnóstwo artykułów znalezionych w internecie oraz rozmawiałem z wieloma ludźmi zajmującymi się rachunkowością. Pewnego dnia, po jednym z wykładów, zapytałem panią doktor, co sądzi na temat kreatywnej rachunkowości w Polsce. Odpowiedziała, że rozmawiała niedawno ze znajomymi audytorami i dowiedziała się, że aż 10% spółek giełdowych miało błędy w swoich sprawozdaniach finansowych[1]. Jeżeli zatem w takim odsetku spółek publicznych pojawiły się błędy, to jak wygląda sytuacja w spółkach nienotowanych na żadnych parkietach? Prawdopodobnie jeszcze gorzej. Wtedy też dowiedziałem się, że audytor nie jest niezawodnym orężem w walce z kreatywnymi praktykami księgowymi, ponieważ bada wyłącznie pewien wycinek księgowości spółki. Zdałem sobie sprawę z wagi informacji, na podstawie których inwestor podejmuje decyzję, i zacząłem mieć wątpliwości, czy dane finansowe zawarte w sprawozdaniach przedstawiają rzeczywisty obraz spółki. Obawiałem się nawet w pewnym momencie kupowania akcji dla celów inwestycyjnych. Jednak po dokładniejszym zgłębieniu tematu okazało się, że zawsze będzie istniał pewien odsetek spółek stosujących kreatywne praktyki. Podobnie jak w społeczeństwie zawsze będą istnieli złodzieje i mordercy, tak w świecie finansów zawsze znajdą się oszuści. Ostatecznie stwierdziłem, że nie można się bać kupna akcji w związku z kreatywną rachunkowością, jednak trzeba mieć wiedzę pozwalającą samodzielnie rozpoznawać pewne manipulacje. Pani doktor, z którą

[1] Rozmowę przeprowadziłem w marcu 2010 roku.

rozmawiałem, powiedziała też, że na etapie czytania sprawozdania finansowego inwestor nie jest w stanie wykryć, czy spółka stosowała kreatywne praktyki, czy nie. Nie zgadzam się z tą opinią, ponieważ inwestor może bardzo szybko się zorientować w potencjalnie prowadzonej kreatywnej rachunkowości na podstawie różnych — jak to określam — dużych liczb w różnych dziwnych miejscach. Z książek napisanych przez audytorów dowiedziałem się, że uwagę inwestora w szczególności powinny przykuwać duże liczby na pozycjach „inne" lub „pozostałe". Ogólnie jeśli inwestor potrafi czytać sprawozdania finansowe i posiada pewne doświadczenie inwestycyjne (nawet nieduże), szybko odkryje ewentualne podejrzane zamiary spółki. Poza tym takie kryteria pozafinansowe jak choćby jakość zarządu spółki dodatkowo pozwalają uniknąć zakupu akcji trefnych spółek. Do dzisiaj nie zdarzyło mi się jeszcze odkryć w sprawozdaniach finansowych spółek, które analizowałem, jakichś niezidentyfikowanych zabiegów księgowych. Nie ma sensu się też nadmiernie bać o rzetelność danych finansowych, gdyż spółki posiadające skłonności do manipulacji finansowych stanowią zazwyczaj mniejszość podmiotów notowanych na rynkach giełdowych.

Zatem przed rozpoczęciem konkretnej analizy bardzo ważne jest zwrócenie uwagi na rzetelność danych, czego potwierdzenie stanowią opinia audytora oraz raport z badania. Dodatkowo trzeba zadbać o porównywalność zgromadzonych danych, co musi się przejawiać w dbałości o jednowalutowość informacji oraz ich jednakowy typ — albo ich jednostkowość, albo konsolidacyjność. Nigdy, ale to przenigdy nie należy porównywać danych skonsolidowanych z jednostkowymi i odwrotnie.

12.

Najważniejsze pozycje aktywów i pasywów

Na początku zbierania danych do dokładnej analizy finansowej spółki trzeba wiedzieć, które informacje z bilansu i rachunku zysków i strat są kluczowe. Przytaczając w rozdziale 4. rozmowę z prowadzącą zajęcia z rachunkowości na mojej uczelni, chciałem pokazać, że od początku zamierzałem zgłębić ten temat. Wiedziałem, że pewne wartości liczbowe w sprawozdaniu już na pierwszy rzut oka mówią, czy spółka jest coś warta. Pani prowadząca najprawdopodobniej nie posiadała żadnego doświadczenia inwestycyjnego, przez co kompletnie mnie nie zrozumiała — i nic w tym dziwnego. Na przestrzeni wielu miesięcy rozmawiałem z różnymi ludźmi, czytałem różne książki i doszedłem do bardzo ciekawych wniosków. Ten rozdział jest kompleksowym podsumowaniem znaczenia różnych pozycji liczbowych zawartych w sprawozdaniu finansowym. Według mnie posiadają one podstawowe znaczenie dla każdego inwestora. Na rysunku 12.1 zaprezentowałem te

Rysunek 12.1. *Schematyczna prezentacja ważnych elementów aktywów i pasywów*

Źródło: opracowanie własne.

zagadnienia, które każdy inwestor powinien znać i rozumieć, bo to w końcu w odniesieniu do nich będzie zbierał na początku informacje finansowe. (Jeśli Czytelnik rozumie te zagadnienia, może przejść dalej; w tym rozdziale sięgam do podstaw, ponieważ mam świadomość, że nie wszyscy mogą je prawidłowo pojmować). Na początek wyjaśnię, czym są aktywa i pasywa, bo ich dobre zrozumienie jest bazą do dalszej analizy. Zasadniczo nie są to trudne kwestie — można je wyjaśnić dosłownie dwoma zdaniami. Oficjalnie w rachunkowości mówi się, że aktywa to majątek przedsiębiorstwa, a pasywa to źródła jego finansowania. Innymi słowy, na aktywa składa się wszystko to, co spółka posiada, natomiast pasywa pokazują, skąd wzięto środki na zakup tego majątku. Robert Kiyosaki pisze w swoich książkach, że aktywami są te elementy, które wkładają pieniądze do kieszeni inwestora, natomiast pasywa je stamtąd wyciągają. Są to bardzo dobre definicje, chociaż w przypadku pasywów stanowią tylko połowę prawdy. Aktywami rzeczywiście są te składniki majątku, które — jak to określił Robert — wkładają pieniądze do kieszeni. Oficjalna definicja aktywów mówi, że są to składniki majątkowe, z których przedsiębiorstwo będzie czerpało korzyści wynikające zarówno ze wzrostu ich wartości, jak i z ich przydatności do produkcji wyrobów lub możliwości do generowania zysków kapitałowych.

Definicja Kiyosakiego dotycząca pasywów w przypadku spółek i innych przedsiębiorstw odnosi się wyłącznie do zobowiązań i nie uwzględnia kapitałów własnych. Tak więc tym, co wyciąga pieniądze z kieszeni, są zobowiązania, a nie pasywa — jeśli rozważamy zagadnienia związane z przedsiębiorstwami. Dlatego też dla naszych potrzeb proponuję zapamiętać, że aktywa to majątek spółki, który wkłada jej pieniądze do kieszeni, natomiast pasywa to źródła finansowania tego majątku, które częściowo mogą wyjmować pieniądze z kieszeni.

Jak widać na rysunku 12.1, aktywa można podzielić na dwie grupy: aktywa trwałe i aktywa obrotowe. Skąd natomiast wiadomo, co zaliczyć do aktywów trwałych, a co do obrotowych? I znów oficjalnie są wymienione odpowiednie składniki majątkowe, które wchodzą w skład jednej z dwóch podgrup aktywów. Dla naszych potrzeb proponuję zapamiętać, że wszystko to, co będzie używane dłużej niż rok, zaliczymy do aktywów trwałych, natomiast to, co będzie używane i się zużyje w czasie krótszym niż rok, zaliczymy do aktywów obrotowych[1]. Aktywa trwałe dzielą się dalej na środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne, a obrotowe na zapasy, gotówkę i należności krótkoterminowe[2].

Środki trwałe obejmują kilka grup: grunty, budynki, budowle, maszyny i urządzenia, środki transportu oraz inwentarz żywy. Widać więc, że są to elementy majątku, które będą używane dłużej niż rok. Wartościami niematerialnymi i prawnymi są natomiast nienamacalne składniki majątku. Jeśli dany składnik jest namacalny i będzie używany powyżej

[1] Zaznaczam, że jest to bardzo uproszczone założenie, ponieważ musiałbym dodać, że aktywami trwałymi są te składniki majątkowe, które ponadto są kompletne i zdatne do użycia, ale ten element jest według mnie tutaj nieistotny.

[2] Do wyliczenia podgrup aktywów należy dodać, że aktywa trwałe obejmują również inwestycje i należności długoterminowe, natomiast aktywa obrotowe dodatkowo obejmują inwestycje krótkoterminowe. Celowo na schemacie nie uwzględniałem tych kategorii, ponieważ wielkość inwestycji wyrażona w bilansie nie jest według mnie ważna, natomiast doradzam skupienie się na inwestycjach w oparciu o rachunek przepływów pieniężnych. Pominąłem również rozliczenia międzyokresowe z uwagi na ich zazwyczaj znikome znaczenie dla inwestora.

jednego roku, wędruje do środków trwałych, natomiast jeśli jest nienamacalny i będzie używany powyżej jednego roku, wędruje do wartości niematerialnych i prawnych. Przykładami wartości niematerialnych mogą być licencje programów komputerowych, patenty, prawa autorskie czy wartość firmy.

Składniki majątkowe, które spółka zamierza zużyć przed upływem jednego roku, zaliczane są do aktywów obrotowych. Na rysunku 12.1 przedstawiłem przede wszystkim gotówkę oraz zapasy. Oficjalną nazwą gotówki widocznej w bilansie jest nazwa „środki pieniężne i ich ekwiwalenty". Ekwiwalentami są czeki i weksle (pozostawię je bez omówienia), dla uproszczenia jednak przyjmę, że pozycja „środki pieniężne" jest żywą, szeleszczącą gotówką, dlatego w moich arkuszach danych nazwałem ją właśnie w ten sposób. Zapasy to najczęściej materiały, towary i wyroby gotowe. Wyrobem gotowym jest ostateczny produkt spółki wytworzony w rezultacie jej działalności podstawowej, na przykład sok pomarańczowy to wyrób gotowy spółki przetwórczej, kabel — spółki produkującej kable itd. Materiał to inaczej surowiec do produkcji wyrobów gotowych, czyli węgiel do produkcji prądu lub cegła do budowy domu. Towar natomiast jest to materiał, którego spółka nie wykorzystała i postanowiła się pozbyć w niezmienionej postaci, na przykład spółka nie wykorzystała węgla do produkcji prądu i postanowiła go sprzedać. W skład zapasów mogą wchodzić jeszcze półprodukty oraz coś, co nazywa się produktami w toku. Półprodukty są to częściowo przetworzone materiały, które będą dalej obrabiane. Jeśli spółka nie chce sama od początku do końca wytwarzać swoich wyrobów, może zlecić częściowe przetworzenie materiałów innemu przedsiębiorstwu, po czym dokończyć produkcję u siebie. Produkty w toku natomiast nie zostały ukończone. Jeśli spółka produkuje na przykład zabawki i nagle elektrownia odetnie prąd, który napędza taśmy produkcyjne zakładów spółki, jej zabawki mogą nie być kompletne, więc powędrują do magazynu, by potem powrócić do produkcji. Dolna część rysunku 12.1. przedstawia zagadnienie należności oraz zobowiązań. Wspominałem już o nich we wcześniejszych rozdziałach, teraz omówię je dokładniej.

Należnością jest wszystko to, co należy się spółce, co jest jej, ale znajduje się czasowo w posiadaniu innych osób. Na schemacie przedstawiłem należność jako pożyczkę udzieloną przez spółkę zewnętrznemu podmiotowi. Kwota pożyczki oraz odsetki od niej stanowią należność spółki. Zobowiązanie natomiast ma miejsce wtedy, kiedy spółka obraca środkami nienależącymi do niej, na przykład pożycza pieniądze z zewnątrz. Zaciąga tym samym zobowiązanie, czyli ma ostatecznie obowiązek zwrotu pożyczonej kwoty wraz z odsetkami. Zarówno należności, jak i zobowiązania dzielą się na krótkoterminowe i długoterminowe. Należności są elementem aktywów, natomiast zobowiązania wykazuje się w pasywach. Podział omawianych pozycji na długo- i krótkoterminowe opiera się na kryterium jednego roku, to znaczy jeśli coś ma zostać zwrócone spółce lub przez nią spłacone w okresie poniżej jednego roku, wędruje do odpowiedniej kategorii krótkoterminowej, w odwrotnym przypadku — do kategorii długoterminowej.

Mnie jako inwestora interesują należności krótkoterminowe będące elementem aktywów obrotowych oraz całość zobowiązań długoterminowych. Dlaczego wybrałem akurat te pozycje bilansu? Po pierwsze opisane wielkości są mi potrzebne do obliczenia kilku wskaźników, które mówią trochę więcej o kondycji finansowej przedsiębiorstwa niż dane bilansowe, a po drugie samo przyjrzenie się opisanym już wartościom daje pewien pogląd na sytuację spółki. Przypomnę, że podstawowymi danymi, na które zwracam uwagę w bilansie, są następujące wielkości: aktywa, aktywa obrotowe, zapasy, należności krótkoterminowe, gotówka i inne środki pieniężne, kapitał własny oraz zobowiązania, zarówno krótko-, jak i długoterminowe. Jeśli inwestor spojrzy na liczby opisujące wymienione pozycje, może już na samym początku analizy zauważyć różne ciekawe zależności. Zacznijmy od aktywów ogółem. Wielkość aktywów powinna rosnąć z roku na rok. Może okresowo spadać, jednak wartość aktywów powinna wykazywać tendencję rosnącą. Aktywa to majątek spółki i jeśli spółka się rozwija, dokonuje inwestycji, to siłą rzeczy jej majątek wzrasta. Inwestor powinien zwrócić szczególną uwagę na nagłe zmiany aktywów obrotowych, zapasów oraz należności krótkoterminowych i na przykład nabrać podejrzeń, jeśli wartości te nagle

wzrastają lub nagle spadają. Szczegółowe wyjaśnienie takiego zjawiska znajduje się w sprawozdaniu finansowym i ewentualnie sprawozdaniu zarządu. Poniżej prezentuję dane finansowe KGHM-u z kilku wybranych lat, na których przykładzie widać nagłą zmianę wartości aktywów ogółem oraz aktywów obrotowych w roku 2005 w porównaniu do lat poprzedzających.

Żeby zauważyć pewne zależności w powyższych danych, można obliczyć tempo zmian danej wartości, choć nie trzeba. Ja nie obliczam nigdy tempa zmian, bo dość sprawnie na pierwszy rzut oka wykrywam nagłe zmiany wartości różnych pozycji. Jednak niewprawny inwestor będzie prawdopodobnie musiał czasami policzyć procentowe zmiany różnych wielkości. Procentową zmianę liczy się bardzo prosto: dzieli się wartość dla danej wielkości z danego roku przez wartość dla tej wielkości z roku poprzedniego i mnoży na końcu wynik przez 100%. Przykład — tempo zmian wartości aktywów w latach 2004 – 2005 wyniosło: 11 048 716 zł/9 292 580 zł×100% = 118,9%, co oznacza, że w roku 2005 aktywa spółki wzrosły o 18,9% w stosunku do roku 2004. Takie obliczenia można wykonać dla każdej wartości, ale nie zalecam ich przeprowadzania, bo — choć łatwe — są pracochłonne i nie ma potrzeby ich wykonywania dla wszystkich wartości. Tym, na co chcę zwrócić uwagę w tabeli 12.2, są dane z roku 2005 porównane do lat poprzednich. Widać, że wartość aktywów nagle mocno skoczyła — z prawie 9,3 mld do ponad 11 mld. To bardzo znacząca zmiana, jeśli porównać ją z przyrostem aktywów w latach poprzednich. Skok wartości aktywów jest raczej mile widziany przez inwestorów, o ile podąża za nimi wzrost zysków. Spójrzmy jednak do tabeli 12.1 i postarajmy się odgadnąć, co spowodowało ten nagły wzrost. Po pierwsze widać, że za nagły przyrost aktywów w dużej mierze odpowiedzialny jest wzrost wartości aktywów obrotowych. Spoglądając na zapasy, można odetchnąć z ulgą, gdyż to nie one są sprawcami owego wzrostu. (Na zapasy należy bardzo uważać. Jeśli ich wartość nagle rośnie, oznacza to, że zalegają w magazynach, a więc nie zostały sprzedane, a w efekcie wpływają na spadek zysku netto, więc inwestor powinien zachować czujność. W takich przypadkach spółka często po prostu zapycha magazyn produktami, których

nie zdołała sprzedać, licząc, że w dłuższym czasie uda jej się upłynnić zalegającą produkcję. Prawda jest jednak taka, że najczęściej spółki mogą po prostu nie nadążać za zmianami rynkowymi lub zmieniającą się modą, przez co w ostateczności nawet wypadają z rynku. W przypadku KGHM-u, jak również innych spółek, które analizowałem, zawsze wzrost wartości aktywów oraz zapasów przekładał się na zwiększoną zyskowność). Pozostały nam zatem należności krótkoterminowe i gotówka. Należności co prawda wzrosły, jednak nie był to wzrost na tyle znaczący, aby spowodować przyrost poprzednich wartości. Zostaje więc gotówka, która jest właśnie sprawczynią nagłego przyrostu przede wszystkim aktywów obrotowych. Widać, że z około 0,5 mld wzrosła ona do prawie 2 mld i to z roku na rok! To bardzo poważny wzrost. Jak go interpretować? Jako inwestor jestem bardzo zadowolony, gdy spółki, których akcje posiadam, mają dużo wolnej gotówki. Pisałem o tym zagadnieniu we wcześniejszych rozdziałach, jednak dla przypomnienia napiszę raz jeszcze: spółka posiadająca gotówkę jest w stanie wykorzystać nadarzające się w czasie kryzysu gospodarczego okazje do zakupu atrakcyjnych aktywów po niskich cenach. Teoretycy stwierdziliby, że w tym przypadku KGHM wykazuje symptomy nadpłynności, i oceniliby tę sytuację negatywnie, natomiast ja uważam, że jest ona bardzo pozytywna. Uważny Czytelnik powinien w tym miejscu zacząć się zastanawiać, czy rzeczywiście przyrost wcześniej opisanych wielkości przełożył się na wzrost zysku ze sprzedaży i zysku netto. Żeby nie być gołosłownym, w tabeli 12.2 zaprezentowałem odpowiednie wartości liczbowe.

Tabela 12.1. *Wybrane pozycje bilansowe spółki KGHM (w tys. zł)*

Lata	Aktywa	Aktywa obrotowe	Zapasy	Należności krótkoterminowe	Gotówka
2002	7 894 841,00 zł	2 074 223,00 zł	905 534,00 zł	728 430,00 zł	223 295,00 zł
2003	8 565 125,00 zł	2 572 471,00 zł	893 820,00 zł	657 961,00 zł	490 919,00 zł
2004	9 292 580,00 zł	2 886 114,00 zł	1 030 375,00 zł	756 433,00 zł	523 241,00 zł
2005	***11 048 716,00 zł***	***4 210 089,00 zł***	***1 244 576,00 zł***	***915 547,00 zł***	***1 878 321,00 zł***

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych KGHM-u.

Tabela 12.2. *Wybrane dane finansowe spółki KGHM (w tys. zł)*

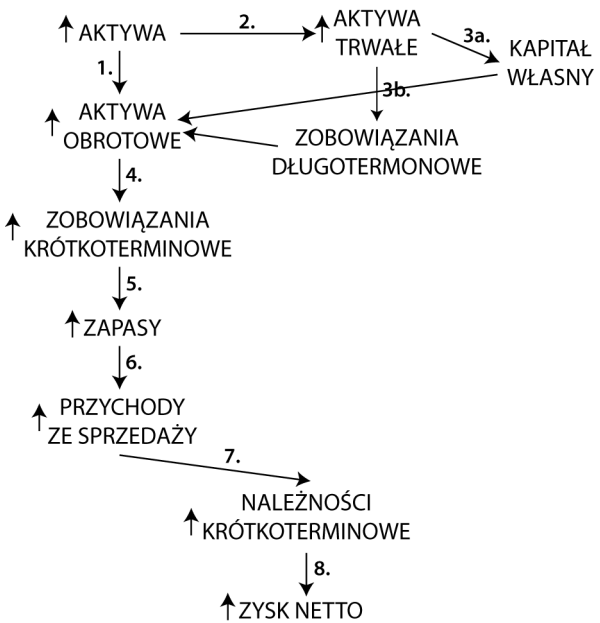
Lata	Przychód ze sprzedaży	EBIT	Zysk brutto	Zysk netto
2002	5 273 266,00 zł	–139 037,00 zł	–155 480,96 zł	–214 733,96 zł
2003	5 607 165,00 zł	810 535,00 zł	850 739,00 zł	678 272,00 zł
2004	7 149 416,00 zł	1 461 904,00 zł	1 515 914,00 zł	1 392 459,00 zł
2005	***9 029 496,00 zł***	***2 562 060,00 zł***	***2 734 390,00 zł***	***2 107 770,00 zł***

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych KGHM-u.

W roku 2005 w porównaniu do roku 2004 zysk netto wzrósł o 51%. Ciekawy jest również wzrost zysku netto w roku 2004 w porównaniu do roku 2003— tej tendencji jednak nie towarzyszył tak duży wzrost wartości aktywów jak w roku 2005. Odwrotną sytuacją, na którą każdy inwestor powinien zwrócić uwagę, jest nagły spadek wartości aktywów, który często oznacza wyprzedaż majątku — jej cel rzecz jasna musi zostać zidentyfikowany przez inwestora. Jeśli spółka masowo pozbywa się majątku z powodu jego dużego zużycia, jest to pozytywny znak, jeżeli jednak pozbywa się w celu spłaty zadłużenia, to bardzo negatywny sygnał, który może zostać łatwo zidentyfikowany podczas analizy rachunku przepływów pieniężnych, o czym już pisałem. Podsumujmy — w przypadku omówionych dotąd pozycji bilansowych ważne są:

- Aktywa ogółem — to dzięki ich wartości inwestor wie, czy spółka się rozwija, czy też nie.
- Aktywa obrotowe — potrzebne głównie do obliczenia konkretnych wskaźników (same w sobie moim zdaniem nie mają dużej wartości poznawczej).
- Zapasy — ich nagłe zmiany powinny wzbudzić czujność.
- Należności krótkoterminowe — najczęściej należności z tytułu dostaw i usług, czyli pieniądze, które klienci spółki są jej winni; wzrost należności krótkoterminowych w prawidłowo działającej spółce powinien przekładać się na wzrost zysku.
- Gotówka — im spółka ma jej więcej, tym lepiej (takie jest moje zdanie, z którym nie wszyscy muszą się zgadzać).

Przejdźmy do pasywów. Zalecam tutaj zwrócić uwagę na trzy główne pozycje: na wielkość kapitału własnego oraz na zobowiązania, które dzielą się na krótko- i długoterminowe. Im więcej spółka wykazuje w bilansie kapitałów własnych, tym lepiej, ponieważ oznacza to, że większą część majątku kupiła za własne pieniądze. I znowu ktoś może mi zarzucić zbytnią konserwatywność, która przełoży się na niższą rentowność, ale uważam, że ryzyko związane z wykorzystaniem zbyt dużej dźwigni finansowej przewyższa względny koszt obniżonej rentowności. W przypadku zobowiązań warto zwrócić uwagę na te długoterminowe, gdyż to właśnie w tej pozycji kryje się zadłużenie spółki, które pozostało jej do spłacenia. Najczęściej wynika ono z zaciągnięcia kredytu bankowego lub z emisji dłużnych papierów wartościowych, zazwyczaj obligacji. Nie można jednoznacznie stwierdzić, że niski poziom zadłużenia długoterminowego jest korzystny. Pisałem już wielokrotnie, że nie jestem przeciwnikiem zadłużania się spółek, za to jestem zwolennikiem jego rozsądnego wykorzystywania. Poziom zadłużenia długoterminowego powinno się zatem porównywać z poziomem kapitału własnego. Zobowiązania krótkoterminowe to natomiast zobowiązania wobec dostawców, czyli pieniądze, które spółka musi zapłacić w zamian za zakupione surowce do produkcji, oraz część przypadającego na dany rok zobowiązania długoterminowego. Jak już pisałem, zobowiązania krótkoterminowe obejmują zobowiązania płatne w ciągu jednego roku, zatem bieżące raty kredytów czy odsetki od obligacji będą wykazywane w zobowiązaniach krótkoterminowych, natomiast zadłużenie pozostałe do spłaty zostanie ujęte w zobowiązaniach długoterminowych. Poziom zobowiązań długoterminowych nie powinien wzrastać w sposób nieuzasadniony. Najczęściej zadłużenie długoterminowe ulega znacznym zmianom, jeśli spółka rozpoczyna zakrojone na szeroką skalę programy inwestycyjne, co jest jak najbardziej pozytywne. Nagły wzrost zadłużenia może być ryzykowny, więc to na barkach inwestora spoczywa obowiązek odgadnięcia ze sprawozdania finansowego, co spowodowało nagłą zmianę poziomu zobowiązań długoterminowych. Wzrost zobowiązań krótkoterminowych nie powinien budzić wątpliwości, jeśli spółka odnotowuje wzrost przychodów ze sprzedaży oraz zysków w ogóle. Nie ma niczego osobliwego w takiej sytuacji, ponieważ jeśli spółka sprzedaje więcej, to musi siłą rzeczy więcej surowców najpierw zakupić. Sytuację związaną ze wzrostem aktywów przedstawia rysunek 12.2.



Rysunek 12.2. *Schemat prezentujący opisane zależności pomiędzy aktywami oraz pasywami*

Źródło: opracowanie własne.

Wzrost aktywów jest powodowany przez:

1. wzrost aktywów obrotowych lub

2. wzrost aktywów trwałych — to najczęściej inwestycje, czyli zakup majątku produkcyjnego, które mogą być finansowane:

- ze środków własnych, najczęściej gotówki, co przełoży się na wzrost kapitału własnego; taka sytuacja jest moim zdaniem najbardziej odpowiednia dla spółek, które nie posiadają dostatecznie dużego zabezpieczenia finansowego, albo
- ze środków obcych, które będzie wykazywane w zobowiązaniach długoterminowych w bilansie; zadłużenie to może pochodzić z kredytu lub emisji dłużnych papierów wartościowych — najczęściej obligacji.

Wzrost aktywów trwałych ostatecznie i tak powinien przełożyć się na wzrost aktywów obrotowych, ponieważ to właśnie inwestycje powiększają potencjał produkcyjny spółki, który zaowocuje wzrostem zarówno zapasów, jak i należności krótkoterminowych.

3. Wzrost aktywów obrotowych przekłada się na wzrost zobowiązań krótkoterminowych, bo przecież trzeba kupić potrzebne surowce, prawda? Najlepiej więc dokonywać zakupu na kredyt, aby nie tracić płynności bieżącej.
4. Następnie spółka odnotowuje wzrost zapasów — w związku ze zwiększeniem produkcji.
5. Zwiększona produkcja powoduje nie tylko wzrost zapasów, który przyczynia się do wzrostu aktywów, ale powinna też przełożyć się na przychody ze sprzedaży.
6. Jeśli spółka w związku ze wzrostem aktywów osiąga wzrost przychodów ze sprzedaży, to inwestorzy powinni być zadowoleni z takiego obrotu sprawy.
7. Wzrost sprzedaży powoduje zazwyczaj wzrost należności krótkoterminowych.

Ostatecznie jeśli spółka nie odnotuje znaczących strat w działalności finansowej, pozostałej działalności operacyjnej lub działalności gospodarczej, wykaże większy zysk netto.

Za jednym zamachem wytłumaczyłem nie tylko zależności między aktywami i pasywami, ale również pomiędzy pozycjami z rachunku zysków i strat, jakimi niewątpliwie są przychody ze sprzedaży oraz zysk netto. Rysunek 12.2 prezentuje pewien schemat zależności, które zauważyłem w spółkach „zdrowo" się rozwijających. Zdarzało mi się spotkać spółki, w których wzrost inwestycji nie zawsze znajdował odzwierciedlenie w większych przychodach ze sprzedaży. Zdarzało mi się również spotykać spółki, które pomimo większych przychodów ze sprzedaży nie wykazywały większego zysku netto. Moim zadaniem, jako inwestora, było doszukanie się przyczyn takiego zjawiska. Wspomniałem już, że inwestor podczas przeglądania sprawozdania finansowego powinien wykazywać pewne cechy detektywa. (Na marginesie dodam, że właśnie ów aspekt detektywistyczny urzekł mnie najbardziej w inwestowaniu). Jeśli

ktoś ma się ochotę bezpiecznie pobawić w „finansowego Malanowskiego", to sprawozdania spółek, nie tylko giełdowych, dają szerokie pole do popisu. Zależności pokazane na rysunku 12.2 są, jak już powiedziałem, często spotykane, jednak nie zawsze muszą wystąpić dokładnie w takiej postaci. Rysunek przedstawia raczej pewien schemat koncepcyjny dobrze rozwijającej się spółki, który według mnie powinien stanowić punkt wyjścia dla początkującego inwestora. Istnieje zbyt dużo odstępstw od powyższego schematu, aby je wszystkie tutaj wyjaśnić.

Potrzeba trochę doświadczenia inwestycyjnego, by nabrać pewnej wprawy i rozeznania w tym, co działa na korzyść spółki od strony finansowej, a co nie. Każda spółka posiada wyjątkową sytuację, która musi być rozpatrywana indywidualnie, ewentualnie w porównaniu z innymi spółkami z branży.

Jako że poruszyłem zagadnienie zysków oraz rachunku zysków i strat, wyjaśnię jeszcze, czym one dokładnie są. Rachunek zysków i strat zbudowany jest warstwowo: najpierw wykazany jest przychód ze sprzedaży jako podstawowa wielkość świadcząca o powodzeniu spółki. Tutaj nie ma cudów — jeśli spółka nie sprzedaje swoich produktów, zbankrutuje i koniec. Wzrost **przychodów** ze sprzedaży w długim terminie jest dla inwestora **podstawą**. W następnej kolejności przychód ten jest korygowany o różne wartości, co w ostateczności prowadzi do wyliczenia zysku netto. Uproszczony schemat rachunku zysków i strat prezentuję poniżej:

Przychody ze sprzedaży
–Koszty sprzedanych produktów
Zysk (strata) ze sprzedaży
+Pozostałe przychody operacyjne
–Pozostałe koszty operacyjne
Zysk (strata) operacyjny (EBIT)
+Przychody z działalności finansowej
–Koszty działalności finansowej
Zysk (strata) z działalności gospodarczej
+Zyski nadzwyczajne

–Straty nadzwyczajne
Zysk (strata) brutto
–Podatek dochodowy
Zysk (strata) netto[3]

Widać więc, że podstawową wielkością jest zysk ze sprzedaży. Jeśli wielkość ta będzie dodatnia, oznacza zysk, a jeśli ujemna — stratę. Przychód ze sprzedaży pomniejszyć należy o koszty, takie jak koszty wytworzenia produktów, koszty dystrybucji itd. Wynik na sprzedaży nie jest niczym innym, jak wynikiem na podstawowej działalności operacyjnej, czyli tej, do której spółka została powołana. Jeśli teraz wynik ten skorygujemy o pozostałą działalność operacyjną, otrzymamy EBIT, czyli inaczej zysk operacyjny. EBIT dla inwestora jest drugą po przychodach ze sprzedaży bardzo ważną pozycją rachunku zysków i strat. Jeśli spółka wykazuje zwiększone przychody ze sprzedaży i zyski z niej pochodzące, a EBIT nie odzwierciedla tych ruchów, oznaczać to może, że spółka poniosła jakieś znaczące straty w pozostałej działalności operacyjnej. Inwestor musi się dowiedzieć, czy rzeczywiście tak było, a jeśli nawet — czym było to zjawisko spowodowane. EBIT skorygowany o wyniki na działalności finansowej, na przykład spłatę lub otrzymane odsetki od kapitału, staje się zyskiem z działalności gospodarczej. I znowu — jeśli EBIT wzrósł za przychodami ze sprzedaży i zyskiem z niej pochodzącym, a zysk z działalności gospodarczej nie drgnął lub, co gorsza, zmalał, może się okazać, że spółka poniosła znaczące straty finansowe. Zysk z działalności gospodarczej koryguje się jeszcze o zdarzenia nadzwyczajne, czyli takie, których pojawienia się nie można z góry przewidzieć (powódź, pożar itd.). Tak otrzymany wynik staje się zyskiem lub stratą brutto, która skorygowana o podatek dochodowy daje wynik netto.

[3] Dociekliwym wyjaśniam, że powyższy schemat rachunku zysków i strat jest bardziej poglądowy niż konkretny. W praktyce występują dwa warianty sporządzania rachunku zysków i strat: kalkulacyjny i porównawczy. Najczęściej w sprawozdaniach finansowych spotykany jest wariant kalkulacyjny, do którego również i ja się skłaniam, ponieważ jest bardziej przejrzysty. Z wariantem porównawczym jak dotąd spotkałem się na przykład w spółkach z sektora energetycznego.

W spółkach finansowo „zdrowych", czyli takich, które rozwijają się według schematu z rysunku 12.2, każdy następny zysk, począwszy od zysku ze sprzedaży, będzie trochę mniejszy od wielkości go poprzedzającej z uwagi na korektę o różne koszty, jednak ogólny wzrost sprzedaży przełoży się ostatecznie na zwiększony zysk netto. Wszelkie zaburzenia pojawiające się w trakcie kolejnych korekt muszą zwrócić uwagę inwestora i zostać przez niego wyjaśnione. A ponieważ rachunek zysków i strat jest bardzo przyjaźnie skonstruowany, bieżące śledzenie zmian zachodzących na kolejnych poziomach działalności spółki nie nastręcza trudności.

Oto w ramach podsumowania powody, dla których postanowiłem obserwować różne pozycje rachunku zysków i strat:

- Przychody ze sprzedaży: brak przychodu ze sprzedaży to brak pieniędzy; tutaj nie ma żadnej filozofii, nawet Warren Buffet twierdzi, że długoterminowy wzrost sprzedaży jest bardzo ważny dla spółki.
- Zysk operacyjny (EBIT): spółka musi być rentowna w działalności operacyjnej, bo to do jej wykonywania została powołana; niedopuszczalne są zjawiska, gdy spółka nie jest rentowna w zakresie działalności podstawowej, a wykazuje coraz większy zysk netto — być może powinna zatem zmienić branżę na finansową?
- Zysk brutto: tę wielkość obserwuję wyłącznie z ciekawości.
- Zysk netto: jeśli nie ma zysku netto, nie ma potencjalnej gotówki, która w przyszłości mogłaby zostać wykorzystana do inwestycji lub wypłaty dywidendy, co dla inwestora ma bardzo duże znaczenie.

Do tego miejsca omówiłem różne wielkości, które inwestor spotka w sprawozdaniu finansowym. Uważam, że są one kluczowe zarówno w formie „surowej", jak i przetworzonej, w postaci konkretnych wskaźników, którymi się już za chwilę zajmę. Oględziny wyłącznie wartości liczbowych nie dają tak dokładnego poglądu na finanse spółki jak wskaźniki, które niebawem będę wyliczał, jednak dzięki nim inwestor zyskuje coraz lepsze pojęcie o fundamentach przedsiębiorstwa.

Tymczasem, na koniec, wrócę do mojej rozmowy z panią prowadzącą zajęcia z rachunkowości na mojej uczelni: pragnę jeszcze raz zaznaczyć, że była ona w błędzie, twierdząc, że jedyną wartość poznawczą posiadają wskaźniki analizy finansowej. Jak jednak widać, zapoznanie się z omówionymi wcześniej pozycjami jest niesamowicie ważne dla inwestora. Nawiasem mówiąc, wówczas oczekiwałem podobnego wyjaśnienia, jakiego sam udzieliłem w tym rozdziale. Chciałem wiedzieć, które pozycje bilansu i rachunku zysków i strat są ważne, jeśli chce się inwestować własne pieniądze, i dlaczego tak jest. Teraz już wiem i Czytelnik też już wie. Przejdźmy zatem do wyliczenia kilku wskaźników finansowych, które dostarczają niesłychanie wielu informacji na temat sytuacji fundamentalnej spółki.

13.
Kapitał obrotowy netto

W rozdziale 7. przedstawiłem zagadnienie płynności finansowej oraz sposoby jej pomiaru. W tym rozdziale omówię pierwszą i chyba najważniejszą metodę pomiaru płynności związaną z pojęciem kapitału obrotowego. Czy Czytelnik pamięta, jak wyznaczaliśmy wartość księgową spółki? Odejmowaliśmy od wartości aktywów całkowitą wartość zobowiązań. Kapitał obrotowy netto (KON) oblicza się bardzo podobnie, z tą różnicą, że od wartości aktywów obrotowych odejmuje się wartość zobowiązań krótkoterminowych. Wartość tego kapitału mówi, na ile aktywa obrotowe nie są finansowane zobowiązaniami krótkoterminowymi. Finansowanie zobowiązaniem krótkoterminowym to po prostu zakup aktywów, w tym przypadku obrotowych, z odroczonym terminem płatności. Innymi słowy, jest to finansowanie aktywów obrotowych obietnicą zapłaty, która nie jest niczym innym, jak zobowiązaniem krótkoterminowym. W momencie upływu terminu zapłaty aktywa muszą zostać pokryte gotówką, bo w przeciwnym razie zostaną sprzedane… no właśnie… jeśli wszystkie aktywa obrotowe finansowane byłyby tzw. obietnicą zapłaty, w najgorszym wypadku musiałyby zostać całkowicie sprzedane, żeby można było pokryć zobowiązania spółki.

W takiej sytuacji spółka posiadałaby tylko majątek trwały, na przykład maszyny i urządzenia produkcyjne, jednak nie miałaby aktywów obrotowych, z których mogłaby wytworzyć swoje produkty. Po co spółce maszyny bez surowców?

Kapitałem obrotowym netto jest zatem ta część aktywów obrotowych, która nie została sfinansowana zobowiązaniem krótkoterminowym, czyli obietnicą, ale możemy przyjąć, że została kupiona za gotówkę. Jeśli spółka zaczęłaby mieć problemy ze spłatą swoich zobowiązań, musiałaby sprzedać tylko część swoich aktywów obrotowych w celu regulacji zaległości, natomiast pozostała część aktywów obrotowych mogłaby „pracować" i być wykorzystana do produkcji. Kapitał pracujący netto jest wielkością świadczącą o płynności płatniczej spółki — to bardzo ważna wartość liczbowa dla każdego inwestora. Spółka powinna wykazywać przez większość swojej działalności dodatnią wartość kapitału obrotowego netto, a ponadto wartość ta powinna na przestrzeni lat sukcesywnie się zwiększać. Kapitał obrotowy netto może nie tylko przyjmować wartości dodatnie, ale również zerowe i ujemne.

Na rysunku 13.1, na którym przedstawiłem trzy możliwości kształtowania się wartości kapitału obrotowego netto, pojawia się po raz pierwszy pojęcie kapitału stałego. Jest to suma kapitału własnego oraz zobowiązań długoterminowych. Takie rozróżnienie powstało w związku ze sformułowaniem przez teorię finansów przedsiębiorstw pojęcia złotej reguły finansowej, która mówi, że majątek trwały powinien być finansowany kapitałem stałym, to jest kapitałem własnym oraz zobowiązaniami długoterminowymi, natomiast aktywa obrotowe — wyłącznie zobowiązaniami krótkoterminowymi. W praktyce bardzo trudno spotkać spółki ściśle przestrzegające złotej reguły finansowej, niemniej nie powinno się zdarzyć tak, że majątek trwały jest finansowany zobowiązaniami krótkoterminowymi. Im więcej spółka ma kapitału stałego, tym większe zabezpieczenie posiada. Ja poszedłem dalej i trochę wyśrubowałem to kryterium, ograniczając się tylko do kapitału własnego, na przykład podczas obliczania wskaźnika Kw/A. Dlaczego tak ważne jest finansowanie majątku trwałego kapitałem stałym lub własnym? Chodzi o to, że majątek trwały jest podstawowym majątkiem przedsiębiorstwa, na bazie którego ono działa. Jeśli przedsiębiorstwo pozbyłoby się

Rysunek 13.1. *Rodzaje kapitału obrotowego netto*

Źródło: opracowanie własne.

majątku trwałego, byłoby to równoznaczne z jego likwidacją. Firma bez majątku trwałego jest „wydmuszką" — istnieje, ale tylko w aktach rejestrowych sądu gospodarczego. Spółka, która pozbędzie się wszystkich aktywów obrotowych, ma szansę przetrwać, ale pozbycie się majątku trwałego oznacza praktycznie koniec jej istnienia w świecie biznesu. Zaprezentowane na rysunku 13.1 warianty kapitału obrotowego netto opierają się również o kapitał stały, dlatego musiałem o nim wspomnieć.

Pierwszy przypadek to zerowy kapitał obrotowy netto. W górnym diagramie rysunku 13.1 widać, że cały majątek trwały finansowany jest kapitałem stałym, natomiast majątek obrotowy — w całości zobowiązaniami krótkoterminowymi. Jeśli spółka w dniu spłaty zobowiązań nie będzie miała gotówki, będzie zmuszona sprzedać całość aktywów obrotowych, przez co pozbędzie się całego potencjalnego kapitału obrotowego.

Jeśli spółka sprzeda cały majątek obrotowy, to co w takim razie będzie u niej „pracować"? Oczywiście, że nic. Inwestor nie chce takiej sytuacji, więc nie jest ona zbyt korzystna.

Przypadek drugi to ujemny kapitał obrotowy netto. Oznacza to, że spółka niemająca w dniu zapłaty za aktywa obrotowe żadnych środków pieniężnych będzie musiała sprzedać nawet część swojego majątku trwałego, żeby uregulować zobowiązania. To jest jeszcze gorsza sytuacja, której tym bardziej nie chcą inwestorzy.

Przypadek trzeci to dodatni kapitał obrotowy netto, którego istotę już wyjaśniłem. Przypomnę, że tutaj część kapitału stałego finansuje aktywa obrotowe. Jeśli spółka nie będzie miała pieniędzy w dniu zapłaty za zakupiony majątek, będzie zmuszona sprzedać tylko część swoich aktywów obrotowych, dzięki czemu reszta majątku obrotowego będzie mogła dalej „pracować" w spółce. Jest to najbardziej pożądany scenariusz, poszukiwany przez każdego inwestora.

Obliczenie wartości kapitału obrotowego netto jest zatem pierwszym krokiem w procesie analizy płynności spółki. Jeśli wartość ta jest ujemna przez większą część okresu działalności, można się spodziewać, że w niedalekiej przyszłości spółka zbankrutuje. Na początek radzę zapamiętać, że dodatni kapitał obrotowy netto jest pożądanym zjawiskiem i takich jego wartości poszukują inwestorzy. Ujemna jego wartość to zjawisko bardzo niepożądane, którego w swojej spółce nikt nie chce widzieć. Zerowy kapitał obrotowy netto jest sytuacją neutralną, chociaż jeśli zbyt długo się utrzymuje, może świadczyć o zastoju w rozwoju spółki.

W tabeli 13.1 zebrałem wartości kapitału obrotowego netto dla wszystkich spółek, które w przeszłości analizowałem. Przypominam, że Teresa Medica oraz KGHM są spółkami, które pozytywnie przeszły wstępną selekcję opisywaną w poprzednich rozdziałach, natomiast spółki z branży energetycznej — PGE, Tauron i Eneę — analizowałem przy okazji IPO Tauronu. Z sytuacją Lotosu i Orlenu zapoznałem się przy okazji wakacyjnego widma wzrostu cen paliw na stacjach benzynowych w 2010 roku. Bardzo ciekawym rozkładem wartości kapitału obrotowego netto charakteryzuje się KGHM. Lata 1998 – 2005 cechowały się znacznymi wahaniami wartości tego kapitału, która w roku 2001 była ujemna.

Tabela 13.1. *Wartości kapitału obrotowego netto w spółkach, które analizowałem (w mln zł)*

Lata	Teresa Medica	KGHM	Tauron	Enea	PGE	Lotos	Orlen
1995	Brak	1245 zł	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1996	Brak	1114 zł	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1997	Brak	1004 zł	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1998	Brak	967 zł	Brak	Brak	Brak	Brak	–25 zł
1999	Brak	1004 zł	Brak	Brak	Brak	Brak	109 zł
2000	Brak	85 zł	Brak	Brak	Brak	Brak	511 zł
2001	Brak	–1166 zł	Brak	Brak	Brak	Brak	256 zł
2002	Brak	71 zł	Brak	–26 zł	Brak	459 zł	352 zł
2003	Brak	574 zł	Brak	28 zł	Brak	600 zł	2059 zł
2004	1,6 zł	739 zł	Brak	–17 zł	Brak	794 zł	3921 zł
2005	1,4 zł	996 zł	Brak	Brak	Brak	1943 zł	3981 zł
2006	1,7 zł	2614 zł	Brak	Brak	1702 zł	2332 zł	2880 zł
2007	5,8 zł	3324 zł	–140 zł	202 zł	1467 zł	2854 zł	6928 zł
2008	6,4 zł	3689 zł	–542 zł	2336 zł	–1009 zł	2398 zł	–4115 zł
2009	7,9 zł	2781 zł	–224 zł	2443 zł	6642 zł	2407 zł	5222 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych wybranych spółek.

Widać jednak, że po przejściowych kłopotach spółka wyszła na prostą. Z porównania wartości kapitału obrotowego netto w roku 2009 i w roku 1995 widać, że wzrósł on o ponad 1,5 mld zł. Wzrost kapitału obrotowego netto na przestrzeni 15 lat świadczy o systematycznie ugruntowującej się pozycji finansowej spółki oraz o jej konsekwentnej ekspansji. Ciekawym rozkładem wartości kapitału obrotowego netto charakteryzuje się również Teresa Medica. W jej przypadku w latach 2007 – 2009 wartość omawianego kapitału bardzo mocno podskoczyła, co świadczy o zintensyfikowanym rozwoju spółki — i to w latach kryzysu finansowego. To bardzo dobry znak. Jedyną spółką, do której można mieć wątpliwości pod względem kapitału obrotowego netto, jest Tauron, gdyż jak na razie wykazuje w tym zakresie wyłącznie ujemne wartości. Sytuację

spółek z branży energetycznej omówię trochę później, na marginesie tylko wspomnę, że w trakcie pisania tej książki, krótko po debiucie postanowiłem kupić akcje Tauronu pomimo ujemnej wartości kapitału obrotowego — kierowałem się jednak innymi kryteriami niż tylko kapitałem obrotowym netto. Spółką, która wykazuje z roku na rok wzrost kapitału obrotowego netto, jest Orlen. Z –25 mln zł w roku 1998 wzrósł do ponad 5 mld w roku 2009! Tylko dwa razy w przeszłości spółka osiągnęła ujemny kapitał: w latach 1998 i 2008.

Analizując wartości kapitału obrotowego netto, inwestor powinien zwrócić uwagę na:

- Trend w zmianach wartości tego kapitału; chcemy, aby przez większość czasu działalności spółki KON cechował się wzrostem wartości powyżej zera; jednoznacznie negatywnym sygnałem dla inwestorów jest utrzymujący się przez długi czas ujemny KON, którego spadek na dodatek może się pogłębiać.
- Okresowe wahania kapitału obrotowego netto; sytuacja z kapitałem obrotowym netto przypomina sytuację z ROE lub przepływami pieniężnymi — ważne jest, jak spółka sobie radzi po okresie wykazywania ujemnych wartości tego kapitału; na przykładzie KGHM-u widać, że po latach wahań i mniejszej stabilności spółce udało się wejść z powrotem na ścieżkę konsekwentnego wzrostu.
- Przyczyny utrzymującego się ujemnego lub zerowego kapitału obrotowego netto; inwestor powinien umieć je wyczytać ze sprawozdania finansowego.

Uważam, że spółka wykazująca głównie ujemne wartości kapitału obrotowego netto na przestrzeni długiego czasu nie jest warta zainteresowania inwestorów. Tak naprawdę inwestorzy są w stanie bardzo łatwo odrzucić spółki wykazujące ujemny kapitał obrotowy netto — już na etapie analizy znaków przepływów pieniężnych, którą opisałem w rozdziale 7. Jeszcze raz podkreślam wagę wstępnej selekcji spółek, których akcje są notowane na GPW, ponieważ odrzucenie mało wartościowych pod względem finansowym podmiotów od lepszych jednostek zaoszczędzi inwestorowi czasu, który będzie można poświęcić wyłącznie na dokładną analizę dobrze rokujących na przyszłość podmiotów.

14.
Płynność płatnicza spółki

Kolejnym bardzo ważnym wskaźnikiem dotyczącym płynności płatniczej spółki jest wskaźnik cyklu należności w dniach. Sposób jego obliczania wygląda następująco:

$$WCN = \frac{NK}{S} \times \text{liczba dni}$$

Wzór 14.1. *Formuła obliczania wskaźnika cyklu należności (w dniach) (WCN)*

NK to należności krótkoterminowe, a S to sprzedaż w danym okresie. Jeśli przemnożymy ułamek przez liczbę dni danego okresu, to otrzymamy wskaźnik cyklu należności w dniach. Mówiąc o okresie, mam na myśli po prostu przedział czasowy. WCN można liczyć dla roku, kwartału, miesiąca, dnia lub jakiegokolwiek innego przedziału czasowego. W praktyce liczy się ten wskaźnik dla roku, kwartału lub półrocza, co jest podyktowane specyfiką danych udostępnianych przez spółki giełdowe. Dla prostoty obliczeń przyjmuję, że rok ma 365 dni, a miesiąc 30, co w przypadku kwartału daje 90 dni, a półrocza — 180 dni. Przez te wartości najczęściej przemnaża się ułamek ze wzoru 14.1 Stan należności krótkoterminowych można odczytać wprost z bilansu, natomiast

sprzedaż danego okresu z rachunku zysków i strat. Przez sprzedaż danego okresu rozumiem przychody ze sprzedaży w ujęciu rocznym, półrocznym lub kwartalnym. Trzeba o tym pamiętać, ponieważ ujęcie w omawianym wzorze sprzedaży z okresu niepokrywającego się z liczbą dni spowoduje otrzymanie błędnego wyniku. Jeśli zatem inwestor chciałby obliczyć WCN dla okresów krótszych niż kwartał, musiałby odpowiednio zredukować kwartalną sprzedaż, co praktycznie jest niewykonalne, gdy bazuje się na danych ze sprawozdań finansowych. Z tego powodu w zupełności wystarczy obliczanie WCN dla okresów odpowiadających publikowanym sprawozdaniom finansowym. Zatem WCN dla jednego roku będzie miał następującą postać:

$$WCN_R = \frac{NK}{S} \times 365$$

Wzór 14.2. *Roczny WCN*

WCN półroczny będzie wyglądał tak, jak pokazano we wzorze 14.3:

$$WCN_P = \frac{NK}{S} \times 180$$

Wzór 14.3. *WCN półroczny*

Z kolei WCN kwartalny przyjmuje taką postać:

$$WCN_k = \frac{NK}{S} \times 90$$

Wzór 14.4. *WCN dla kwartału*

Najważniejszą sprawą jest interpretacja tego wskaźnika. Wskaźnik cyklu należności w dniach mówi inwestorowi o tym, po ilu dniach od momentu wystawienia faktury spółka odzyskuje należności. Przypominam, że należność to pieniądze, które należą do spółki, jednak czasowo znajdują się w posiadaniu innych podmiotów. Jeśli spółka nie odzyska należności, nie będzie wykazywała zysku w rachunku przepływów pieniężnych, co spowoduje w dłuższym czasie jej bankructwo. Należności spółki to najczęściej pieniądze za sprzedane produkty i usługi, które stanowią podstawę jej działalności. Każdy inwestor chce, aby jego spółka ściągała należności możliwie szybko — im szybciej, tym lepiej. Nasuwa

się tutaj też inne pytanie: czy byłoby bezpieczniej, gdyby spółka żądała zapłaty gotówką bez odraczania terminu płatności? Pewnie, że byłoby lepiej, jednak w praktyce bardzo rzadko występuje zjawisko płatności gotówkowej w momencie odebrania wyrobów. Jeden z moich znajomych, właściciel dwóch niepublicznych zakładów opieki zdrowotnej, powiedział, że sam ma często problemy ze ściąganiem swoich należności od niesolidnych dłużników, więc później ucieka się do windykacji. Zaznaczył też, że odzyskiwanie należności bywa bardzo uciążliwe. Spółki giełdowe są w większości podmiotami posiadającymi doświadczenie w swojej działalności, nierzadko duży rozmiar oraz znaczącą pozycję branżową. Zatem odzyskiwaniu należności przez spółki giełdowe będzie towarzyszyło mniejsze ryzyko niż wtedy, gdy to samo działanie przeprowadza mały przedsiębiorca, który dodatkowo działa niepublicznie. Tak czy inaczej, czas odzyskiwania należności jest podstawą.

Pamiętam, jak na zajęciach z finansów przedsiębiorstw rozwiązywaliśmy zadanie dotyczące płynności finansowej. Zadanie zawierało szereg różnych danych, takich jak wielkość aktywów obrotowych, zapasów, należności, zobowiązań krótkoterminowych, przychodów ze sprzedaży. Polecenie było bardzo krótkie — ocenić płynność finansową przedsiębiorstwa. Od nas jako studentów zależało, które wskaźniki wybierzemy sobie do określenia płynności. Tak się złożyło, że zostałem wywołany do tablicy, by omówić płynność przedsiębiorstwa z zadania. Obliczyłem więc wskaźnik płynności bieżącej i stwierdziłem, że przedsiębiorstwo posiada zadowalającą płynność płatniczą, ponieważ wskaźnik przyjął wartość oscylującą w granicach 2. Prowadząca przedmiot odpowiedziała, że za taką odpowiedź na kolokwium dostałbym niedostateczny. Poleciła mi obliczenie WCN w dniach. I co się okazało? Wskaźnik ten wyniósł prawie 400 dni! Oznacza to, że spółka odzyskuje należności po okresie dłuższym niż rok, przez co jej płynność płatnicza jest bardzo wątpliwa. Jeśli należności odzyskiwane są po długim czasie, to z czego spółka finansuje działalność w krótszym czasie? Z kredytu? Jeśli nawet, to tak długi czas ściągania należności doprowadzi przedsiębiorstwo prędzej czy później do bankructwa. Stojąc przy tablicy, doznałem olśnienia. Zrozumiałem, dlaczego wskaźnik bieżącej płynności posiada małą wartość informacyjną. Wtedy też przyszedł mi do głowy podział

metod pomiaru płynności zaprezentowany w rozdziale 7. Wskaźnik płynności bieżącej należy do metod majątkowych, natomiast WCN do metod strumieniowych, które uważam za bardzo ważne, gdyż mierzą opóźnienie momentu wpływu strumienia gotówki do spółki. Im ten moment jest bliższy momentowi wydania wyrobów spółki, tym lepiej.

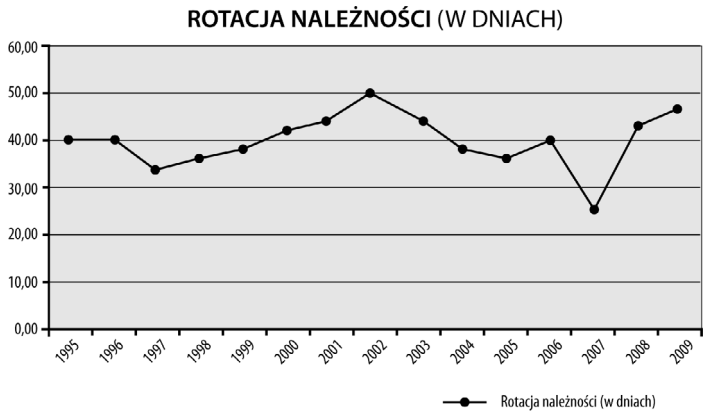
Przeglądając wartości WCN spółek giełdowych (tabela 14.1), inwestor powinien poszukiwać przede wszystkim stabilności.

Tabela 14.1. *Przykłady wartości WCN w wybranych spółkach giełdowych (w dniach)*

Lata	Teresa Medica	KGHM	Tauron	Enea	PGE	Lotos	Orlen
1995	Brak	39,86	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1996	Brak	40,21	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1997	Brak	33,28	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1998	Brak	36,30	Brak	Brak	Brak	Brak	18,94
1999	Brak	36,78	Brak	Brak	Brak	Brak	25,92
2000	Brak	42,24	Brak	Brak	Brak	Brak	22,64
2001	Brak	42,62	Brak	Brak	Brak	Brak	22,11
2002	Brak	50,42	Brak	34,74	Brak	27,31	22,33
2003	Brak	42,83	Brak	44,87	Brak	25,97	24,14
2004	33,78	38,62	Brak	38,56	Brak	36,48	30,98
2005	35,24	37,01	Brak	Brak	Brak	40,12	42,78
2006	39,12	39,95	Brak	Brak	37,27	36,37	45,20
2007	48,13	25,23	38,04	48,43	40,46	42,89	40,05
2008	44,52	42,45	38,58	46,57	48,48	35,05	30,97
2009	48,11	46,40	51,61	47,79	51,43	39,17	29,29

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek giełdowych.

WCN na przestrzeni wielu lat powinien utrzymywać się na w miarę jednakowym poziomie. Na poniższym wykresie (rysunek 14.1) przedstawiłem rozkład wartości WCN KGHM-u na przestrzeni analizowanego okresu, czyli w latach 1995 – 2009. Dodam, że średni poziom WCN wynosi dla tej spółki 39,61 dni.



Rysunek 14.1. *Wartości WCN KGHM-u*

Jako inwestor mogę ocenić, że WCN spółki KGHM kształtuje się na bardzo zadowalającym poziomie, spółka odzyskuje bowiem należności po około 1,5 miesiąca. Okresowe wahania WCN nie są groźne, o ile nie powodują trwalszych, niekorzystnych zmian. Inwestor powinien zwrócić uwagę na znaczne, nagłe skoki wartości WCN. Jeśli nagle odzyskiwanie należności znacząco się wydłuża i pozostaje na takim poziomie, może to oznaczać mniejszą skuteczność spółki w zakresie windykacji zaległych płatności w stosunku do przeszłości. Często WCN wzrasta i utrzymuje się na takim poziomie w sposób przedziałowy, na przykład:

1995 – 2000: 30 dni

2001 – 2005: 25 dni

2006 – 2009: 40 dni

Wiadomo, że wskaźnik ten nie może wzrastać w nieskończoność, lecz jego okresowe zwiększanie może być wywołane na przykład zmianami branżowymi. Ważne jest, aby porównać wartości WCN innych spółek z danej branży. Z doświadczenia jednak wiem, że WCN dla wielu spółek giełdowych waha się w granicach od miesiąca do dwóch miesięcy. Są jednak branże, na przykład transportowa, w której WCN wynosi nawet 4 miesiące! Im dłuższy jest okres odzyskiwania należności, tym ryzyko związane z kupnem akcji takiej spółki rośnie. Uważam, że wartość WCN jest bardzo ważna w ocenie płynności spółki, zaraz po wartości kapitału obrotowego netto.

Można się jeszcze spotkać ze wskaźnikiem rotacji należności, który ma następującą postać:

$$WRN = \frac{S}{NK}$$

Wzór 14.5. *Wskaźnik rotacji należności*

Moim zdaniem w porównaniu z WCN ma on małą wartość poznawczą. WRN jest odwrotnością WCN z wyłączeniem również mnożenia przez liczbę dni. Jeśli przychody ze sprzedaży będą wynosiły na przykład 100 000 zł, a należności krótkoterminowe 20 000 zł, to WRN wyniesie 5. Oznacza to tyle, że przychody ze sprzedaży są pięciokrotnie wyższe niż należności krótkoterminowe oraz świadczy to o pięciokrotnym odtworzeniu należności w ciągu roku obrotowego. Nie używam WRN, bo według mnie WCN obrazuje rotację należności o wiele dobitniej. Jeśli jednak inwestor chce korzystać z WRN zamiast WCN, ma do tego pełne prawo. Wspominałem już, że do pomiaru jednej wielkości istnieje kilka wskaźników. Nie oznacza to, że należy wykorzystywać je wszystkie, ale istnieją one po to, aby dopasować wymagania analityczne do konkretnych preferencji inwestorów.

Ostatnim wskaźnikiem służącym do pomiaru płynności spółki jest wspomniany już wskaźnik płynności bieżącej. Oto sposób jego obliczania:

$$WPB = \frac{AO}{ZK}$$

Wzór 14.6. *Wskaźnik płynności bieżącej (WPB)*

AO to aktywa obrotowe, natomiast ZK to zobowiązania krótkoterminowe. Wskaźnik ten mówi, ile razy majątek obrotowy jest większy lub mniejszy od zobowiązań krótkoterminowych. WPB jest ważny z punktu widzenia konieczności sprzedaży majątku w celu regulacji swoich zobowiązań. Teoretycy twierdzą, że idealnymi wartościami tego wskaźnika są wartości z przedziału 1,5 – 2. Przypominam, że Benjamin Graham w książce *Inteligentny inwestor* zalecił inwestorowi defensywnemu poszukiwanie spółek o wartości WPB równej 2, natomiast inwestorowi agresywnemu — poszukiwanie spółek o wartości WPB równej przynajm-

niej 1,5. Z WPB jest jednak pewien problem. Na zajęciach z finansów przedsiębiorstw dowiedziałem się, że w zależności od branży, w której działa spółka, inne wartości WPB są uznawane za typowe. Są branże, w których wartość WPB na poziomie 1 jest akceptowalna, a są też takie, w których zwyczajowa wartość WPB wynosi na przykład 3 lub 4. Z tego powodu wartość tego wskaźnika powinno się oceniać w porównaniu z innymi spółkami z tej samej branży. Uważam, że wartość przynajmniej na poziomie 2 jest zadowalająca, natomiast na poziomie 4 jest świetna. To są jednak tylko moje swobodne wnioski, które sformułowałem na podstawie swoich własnych obserwacji. WPB ma moim zdaniem o wiele mniejszą wartość poznawczą niż poprzednie wskaźniki. Po co zatem go liczyć? Ja obliczam WPB, aby ostatecznie potwierdzić dobrą lub kiepską płynność płatniczą spółki. Dla mnie WPB jest niczym kropka nad „i".

W tabeli 14.2 znajdują się między innymi spółki z branży energetycznej oraz paliwowej. Wartości WPB Tauronu znajdujące się poniżej jedności wypadają kiepsko na przykład w porównaniu z Teresą Medicą, ale jeśli spojrzymy na Eneę lub PGE, okaże się, że w branży energetycznej wartości WPB poniżej jedności nie są niczym osobliwym. W branży paliwowej Lotos oraz Orlen osiągają wartości WPB mniej więcej na poziomie 1,5 i przez pryzmat tej wartości należy na tę branżę patrzeć. Spółka Teresa Medica osiągała w przeszłości bardzo wysokie wartości WPB — w roku 2004 prawie 6, natomiast w 2009 — 4,5. Według mnie to bardzo dobry wynik, jednak przez niektórych może być uznany za typowy przypadek nadpłynności. Wiele razy zaznaczałem już, że nie uznaję istnienia jako takiej sytuacji nadpłynności, bo nie ma ona dla mnie negatywnego wydźwięku. Na przykładzie KGHM-u widać okresowe wahania wartości WPB w latach 2000 – 2002, które skądinąd były trochę gorszym okresem dla tej spółki, co znalazło odzwierciedlenie również we wcześniej analizowanych wskaźnikach oraz danych finansowych. Niemniej obecna wartość WPB KGHM-u oscyluje w granicach 2, co jest świetnym wynikiem. W przypadku analizy wartości WPB ważne jest, podobnie jak w przypadku WCN, poszukiwanie względnej stabilności, z dopuszczeniem okresowych wahań.

Tabela 14.2. *Przykłady wartości WPB wybranych spółek giełdowych*

Lata	Teresa Medica	KGHM	Tauron	Enea	PGE	Lotos	Orlen
1995	Brak	4,93	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1996	Brak	3,45	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1997	Brak	2,31	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1998	Brak	2,39	Brak	Brak	Brak	Brak	0,98
1999	Brak	2,75	Brak	Brak	Brak	Brak	1,04
2000	Brak	1,05	Brak	Brak	Brak	Brak	1,13
2001	Brak	0,61	Brak	Brak	Brak	Brak	1,07
2002	Brak	1,04	Brak	0,98	Brak	1,59	1,07
2003	Brak	1,29	Brak	1,04	Brak	1,62	1,48
2004	5,71	1,34	Brak	0,98	Brak	1,81	1,98
2005	3,54	1,31	Brak	Brak	Brak	2,33	1,47
2006	2,47	1,82	Brak	Brak	1,28	2,42	1,19
2007	2,79	2,48	0,95	1,12	1,27	2,21	1,56
2008	4,89	2,78	0,84	2,62	0,87	1,89	0,81
2009	4,49	2,21	0,94	2,74	2,14	1,89	1,37

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek giełdowych.

Podsumujmy dotychczasowe rozważania na temat płynności — ważność metod służących do jej pomiaru można uszeregować następująco:

1. Przepływy pieniężne.

2. Kapitał obrotowy netto.

3. Wskaźnik cyklu należności w dniach.

4. Wskaźnik płynności bieżącej.

W literaturze poświęconej analizie finansowej przedsiębiorstw, jak również dla wielu analityków kluczowe znaczenie ma WPB, który ja uznaję za najmniej ważny. Czytając różne rekomendacje finansowe oraz analizy fundamentalne, zauważam pewną tendencję w opisywaniu sytuacji finansowej spółek giełdowych. I tak analitycy zazwyczaj posługują się pewnym niezmiennym zestawem wskaźników, które mają w rzeczywi-

stości o wiele mniejszą wartość informacyjną niż te, których sam używam. Większość teoretyków również zaleca wykorzystywanie wskaźników, które dla inwestora są mało przydatne. Wszystkie serwisy udostępniające informacje finansowe o spółkach giełdowych nie podają wartości naprawdę ważnych wskaźników (nie licząc oczywiście ROE). Aby dotrzeć do prawdziwego obrazu spółki, inwestor sam powinien włożyć nieco wysiłku w dotarcie do informacji ukazujących rzeczywiste oblicze finansów przedsiębiorstwa.

15.

Cykl konwersji gotówki

W poprzednim rozdziale omówiłem wskaźnik cyklu należności w dniach jako bardzo ważne miary płynności płatniczej spółki. WRN oraz WCN omawia się jednak najczęściej przy okazji zarządzania aktywami obrotowymi jako składowe cyklu konwersji gotówki. Cykl ten obrazuje po pierwsze, na jak długo w spółce zamrożona jest gotówka, a po drugie, na jak długo spółka potrzebuje finansowania z zewnętrznych źródeł. Na razie takie wyjaśnienie może niewiele Czytelnikowi mówić, dlatego zacznę od innej strony — omówię składowe elementy cyklu konwersji gotówki, a potem dokonam podsumowania i wyjaśnienia jego pojęcia wraz z praktycznymi przykładami.

Cykl konwersji gotówki jest prostym do wyliczenia wskaźnikiem. Jego wynikiem jest pewna liczba.

$$CKG = WCN + WCZa - WCZo$$

Wzór 15.1. *Sposób obliczania cyklu konwersji gotówki (CKG)*

W powyższym wzorze WCN to wskaźnik cyklu należności, WCZa to wskaźnik cyklu zapasów, natomiast WCZo to wskaźnik cyklu zobowiązań. Wszystkie wartości są podane w dniach, a i wynik, czyli cykl konwersji

gotówki, jest wyliczany w dniach. Do obliczania długości omawianego cyklu nie wykorzystuje się wskaźników opartych na rotacji różnych wielkości, na przykład na rotacji należności (taki wskaźnik zaprezentowałem wcześniej). Przy użyciu wskaźników rotacji nie można obliczyć żadnej wartości w dniach, a o taką nam przecież tutaj chodzi.

Specyfika obliczeń cyklu zapasów i cyklu zobowiązań jest identyczna jak w przypadku cyklu należności. Takie same są również zasady dotyczące wykorzystywania tych wskaźników dla okresów krótszych niż rok, tzn. dla kwartału i/lub półrocza. Nie będę już omawiał WCN, bo zrobiłem to poprzednio, skupię się tylko na WCZa oraz WCZo.

$$WCZa = \frac{Za}{S} \times \text{liczba dni}$$

Wzór 15.2. *Wskaźnik cyklu zapasów w dniach*

Każde przedsiębiorstwo produkcyjne i handlowe, a także usługowe, choć w mniejszym stopniu, posiada pewien stan zapasów na magazynie. Zapasy te nie mogą w nieskończoność zalegać w magazynach, muszą zostać w końcu sprzedane lub upłynnione w inny sposób. WCZa mówi, po ilu dniach firma odnawia całkowicie stan swoich zapasów. Powiedzmy, że spółka X posiada w magazynie 100 000 sztuk zabawek, które zamierza sprzedać — jednocześnie będzie produkować nowe. Gdyby spółka nie sprzedawała zabawek, a wciąż wytwarzała nowe, w magazynie wkrótce pojawiłoby się 200 000 sztuk zabawek. Wiemy też, że spółka ta w ciągu 30 dni jest w stanie sprzedać swój dotychczasowy zapas — i tak się dzieje, w ciągu 30 dni spółka sprzedaje zalegające w magazynie zabawki, w których miejsce pojawiają się nowe, z produkcji. Po tym czasie spółka nadal będzie posiadała zapas 100 000 sztuk, jednak będą to zabawki z najbardziej aktualnego cyklu produkcyjnego, nie będą to produkty wcześniej zalegające w magazynie. W podanym przykładzie owe 30 dni to nic innego, jak właśnie wskaźnik cyklu zapasów w dniach. WCZa mówi inwestorowi, po jakim czasie spółka wymienia swoje dotychczasowe zapasy magazynowe na nowe.

We wzorze 15.2 oznaczenie Za to średnia wielkość zapasów, a S to przychody ze sprzedaży za dany okres. Liczba dni może, podobnie jak w przypadku WCN, wahać się od 1 do 365, jednak zalecam analizowa-

nie okresów rocznych, kwartalnych i półrocznych, z przyjęciem takiej samej liczby dni jak w przypadku WCN. Można oczywiście przyjąć rzeczywistą liczbę dni, ale należy przy tym pamiętać, aby konsekwentnie stosować swój wybór.

Idealnym cyklem zapasów byłby cykl zerowy. Oznaczałoby to, że spółka nie musi utrzymywać zapasów w magazynie, ponieważ są one bezzwłocznie angażowane do produkcji, a wyroby gotowe od razu znajdują nabywców. W praktyce taka sytuacja nie występuje, dlatego ważne jest i w tym przypadku porównanie wartości WCZa z podobnymi spółkami z branży. Z moich obserwacji wynika, że rotacja zapasów może trwać nawet trzy miesiące, jednak inwestor powinien poszukiwać przede wszystkim stabilności tej wartości. W tabeli 15.1 zaprezentowałem WCZa dla spółek giełdowych, które poddałem dokładnej analizie.

Tabela 15.1. *Przykładowe wartości WCZa w wybranych spółkach giełdowych (w dniach)*

Lata	Teresa Medica	KGHM	Tauron	Enea	PGE	Lotos	Orlen
1995	Brak	58,61	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1996	Brak	78,96	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1997	Brak	67,62	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1998	Brak	72,19	Brak	Brak	Brak	Brak	23,16
1999	Brak	68,21	Brak	Brak	Brak	Brak	38,51
2000	Brak	58,76	Brak	Brak	Brak	Brak	36,78
2001	Brak	73,19	Brak	Brak	Brak	Brak	30,82
2002	Brak	62,68	Brak	3,18	Brak	26,38	39,53
2003	Brak	58,18	Brak	3,99	Brak	23,38	32,92
2004	17,82	52,60	Brak	2,85	Brak	40,60	38,08
2005	19,13	50,31	Brak	Brak	Brak	54,22	54,17
2006	34,15	50,19	Brak	Brak	11,20	48,65	51,08
2007	69,72	47,19	7,96	9,99	12,59	72,01	59,31
2008	79,90	46,39	11,59	16,01	21,21	54,82	41,71
2009	85,90	62,41	14,36	15,32	21,46	77,05	57,06

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek giełdowych.

W powyższej tabeli już na pierwszy rzut oka widać, że wartości WCZa są bardzo zróżnicowane — wahają się od kilku dni do prawie 3 miesięcy. Bardzo poważny skok cyklu zapasów widać na przykładzie spółki Teresa Medica. Szczerze mówiąc, jest to dość niepokojąca zmiana, która może również oznaczać to, co oznacza nagła zmiana stanu zapasów w ogóle — problemy z ich sprzedażą. Jednak w przypadku tej spółki jest to mało prawdopodobny scenariusz, ponieważ sukcesywnie, z roku na rok, realizuje ona większą sprzedaż. Trudno jest interpretować w tej spółce wartości cyklu zapasów z uwagi na to, że nie analizowałem podobnych spółek z tego sektora. Stabilny cykl zapasów wykazuje KGHM oraz Orlen. W pozostałych spółkach wartości WCZa wykazują tendencję rosnącą. Bardzo ciekawą branżą pod względem WCZa jest branża energetyczna. Tauron oraz Enea charakteryzowały się nawet kilkudniowymi wartościami WCZa. Natomiast PGE nie może pochwalić się równie krótkimi cyklami zapasów co konkurenci z branży, niemniej wartości te nie odstają nadmiernie od WCZa Tauronu i Enei.

Trzecim wskaźnikiem potrzebnym do wyliczenia cyklu konwersji gotówki jest wskaźnik cyklu zobowiązań w dniach:

$$WCZo = \frac{Zo}{S} \times \text{liczba dni}$$

Wzór 15.3. *Wskaźnik cyklu zobowiązań w dniach*

Specyfika obliczeń jest dokładnie taka sama jak w przypadku WCZa oraz WCN, z tą różnicą, że do licznika ze wzoru 15.3 wstawia się wartość zobowiązań krótkoterminowych (oznaczenie Zo). Dzięki wyliczeniu WCZo inwestor wie, po ilu dniach spółka spłaca swoje zobowiązania. Pamiętam, że czytając książki Roberta Kiyosakiego, natknąłem się na fragmenty, w których bogaty ojciec doradzał Robertowi brak pośpiechu w regulowaniu swoich płatności. Nie oznacza to, że nie należy płacić, ale że należy robić to rozsądnie. Zorientowałem się, że sam robiłem zupełnie na odwrót, moje otoczenie zresztą też: rodzice dokonywali wszelkich opłat zawsze na początku wyznaczonego terminu, a nie na końcu; jeśli miałem w przeszłości dokonać jakiejś zapłaty, wykonywałem ją tak szybko, jak tylko można było. Mówiono mi w domu rodzinnym, że szybka zapłata zobowiązania przełoży się na brak konieczności

ciągłego myślenia o nim. Innymi słowy, im szybciej zapłacę, tym prędzej będę miał to z głowy. Takie myślenie wydaje się rozsądne, ale tak nie jest. Robert Kiyosaki zaprezentował w swoich książkach zupełnie odwrotne podejście — podpowiadał, by dokonywać płatności na końcu wyznaczonego terminu. Po raz pierwszy wykorzystałem filozofię Roberta przy opłacaniu mandatów za przekroczenie szybkości, a trochę ich było. Swoje zobowiązanie musiałem uregulować w ciągu 7 dni. Zapłaciłem w ostatnim dniu i muszę przyznać: spodobało mi się. Robert twierdzi, że dokonywanie płatności na koniec wyznaczonego terminu sprawia, że pieniądze będące zobowiązaniem trochę dłużej pracują na swojego dotychczasowego posiadacza. Kiedy ja opłacałem mandaty w 7. dniu, nie chodziło mi o to, aby moje pieniądze pracowały dla mnie (bo wtedy nie wiedziałem, jak je rozsądnie wykorzystać w tak krótkim terminie), ale wyłącznie o zmianę nawyków. To było bardzo dobre ćwiczenie mentalne zmieniające podejście do pieniędzy.

W przypadku zobowiązań spółek giełdowych jest tak samo. Im dłużej spółka zwleka z zapłatą zobowiązań, tym lepiej. Nie chodzi rzecz jasna o niespłacanie swoich zaległości, a tylko o to, aby jak najdłużej przytrzymać pieniądze we własnym biznesie. Z tego też powodu wydłużający się cykl zobowiązań w dniach inwestor powinien uznawać za pozytywny znak.

Tabela 15.2 zawiera różne wskaźniki cyklu zobowiązań dla wybranych przeze mnie spółek. Również i w tym przypadku dobrze, jeśli wartości WCZo są w miarę stałe. Idealną sytuacją jest ich wzrost, a negatywną — gdy maleją. Im wyższa wartość WCZo, tym dłużej pieniądze „pracują" w spółce. Im niższa wartość WCZo, tym krócej pieniądze będą „pracowały" w swoim pierwotnym biznesie. Trzecia możliwość, obniżający się cykl zobowiązań w dniach, jest chyba najgorszą z możliwości. Oznacza ona bowiem, że kontrahenci spółki wymuszają na niej coraz szybsze płatności, a ona się tym działaniom poddaje. Podobnie jak w przypadku WCN oraz WCZa, WCZo również powinien być porównany z branżową wartością. Wskaźnik cyklu zobowiązań nie ma dużej wartości poznawczej, jeśli jest analizowany w oderwaniu od wskaźników wcześniej omówionych cykli. Bardzo ważne jest obserwowanie każdego wskaźnika z osobna, jak również wszystkich trzech razem.

Tabela 15.2. *Przykładowe wartości WCZo w wybranych spółkach giełdowych (w dniach)*

Lata	Teresa Medica	KGHM	Tauron	Enea	PGE	Lotos	Orlen
1995	Brak	31,18	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1996	Brak	47,16	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1997	Brak	63,37	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1998	Brak	58,79	Brak	Brak	Brak	Brak	46,60
1999	Brak	45,80	Brak	Brak	Brak	Brak	64,87
2000	Brak	116,23	Brak	Brak	Brak	Brak	55,07
2001	Brak	217,61	Brak	Brak	Brak	Brak	52,35
2002	Brak	138,65	Brak	64,70	Brak	44,43	66,64
2003	Brak	130,10	Brak	63,28	Brak	40,53	46,56
2004	14,68	109,60	Brak	60,02	Brak	48,13	47,59
2005	21,65	129,92	Brak	Brak	Brak	55,46	75,66
2006	38,41	90,41	Brak	Brak	91,67	46,77	102,72
2007	91,48	60,78	89,26	111,44	85,38	65,46	71,17
2008	39,69	62,53	99,08	85,69	140,98	60,51	100,09
2009	54,12	69,34	104,34	71,64	98,51	69,30	76,36

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek giełdowych

W tabeli 15.3 zestawiłem wskaźniki cyklu należności, zapasów, zobowiązań oraz pełny cykl konwersji gotówki. Spojrzenie globalne na wszystkie wartości mówi wiele o sposobie zarządzania aktywami obrotowymi.

Pierwszym bardzo ważnym działaniem jest porównanie WCN z WCZo. Cykl należności powinien być krótszy niż cykl zobowiązań, a w skrajnych przypadkach powinny one być sobie równe. Nigdy jednak przez długi okres cykl należności nie powinien przekraczać cyklu zobowiązań. Dlaczego akurat tak? Pieniądze, które spółka otrzyma w związku ze sprzedażą swoich produktów, posłużą jej w przyszłości do spłaty swoich zobowiązań. Jeśli WCN wynosi tyle, ile WCZo, w momencie otrzymania pieniędzy od klientów spółka bezzwłocznie spłaca swoje zobowiązania. Jest to korzystna sytuacja, jednak pieniądze nie pracują wtedy

Tabela 15.3. *Wartości wskaźników cykli dla spółki KGHM (w dniach)*

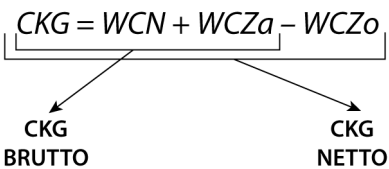
Lata	WCN	WCZa	WCZo	CKG
1995	39,86	58,61	31,18	67,29
1996	40,21	78,96	47,16	72,01
1997	33,28	67,62	63,37	37,52
1998	36,30	72,19	58,79	49,70
1999	36,78	68,21	45,80	59,19
2000	42,24	58,76	116,23	–15,23
2001	42,62	73,19	217,61	–101,79
2002	50,42	62,68	138,65	–25,55
2003	42,83	58,18	130,10	–29,09
2004	38,62	52,60	109,60	–18,38
2005	37,01	50,31	129,92	–42,60
2006	39,95	50,19	90,41	–0,26
2007	25,23	47,19	60,78	11,64
2008	42,45	46,39	62,53	26,31
2009	46,40	62,41	69,34	39,47

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych KGHM-u.

dodatkowo w spółce. Idealna sytuacja jest taka, że spółka otrzymuje płatność od swoich kontrahentów, przytrzymuje pieniądze u siebie, żeby później uregulować swoje zobowiązania. Podczas analizy wzajemnych zależności WCN oraz WCZo inwestor powinien obserwować tendencję malejącą WCN oraz rosnącą WCZo. Oznaczać to będzie tyle, że spółka coraz szybciej ściąga należności i coraz dłużej zwleka ze spłatą zobowiązań, nie przekraczając oczywiście terminów płatności. Przeanalizujmy zatem dane zawarte w tabeli 15.3 obrazujące sytuację cykli w spółce KGHM. Tylko raz zdarzyło się tak, aby cykl należności przekraczał cykl zobowiązań, było to w roku 1995. Inwestor nie powinien bać się tego typu jednorazowych zmian, o ile utrzymują się one krótkoterminowo. W dalszych latach WCN wykazywał mniejsze wartości w porównaniu z WCZo. Zwróćmy uwagę na lata 2000 – 2005, w których cykl zobowiązań wielokrotnie przekroczył cykl należności. W tym okresie

średni poziom WCN wyniósł 42 dni, natomiast średnia dla WCZo — 140 dni. Widać więc, że wskaźnik WCZo jest ponad 3 razy większy niż WCN. Uważam, że to korzystna sytuacja. Doradzałbym jednak inwestorowi porównanie takiego skoku wartości wskaźników cyklowych z ogólną sytuacją w spółce, ponieważ może się okazać, że pozornie korzystne wartości WCN oraz WCZo były spowodowane negatywnymi wydarzeniami, co wpłynie na ostateczną ocenę kondycji finansowej spółki.

Pozostał jeszcze do zinterpretowania cykl konwersji gotówki, czyli kolumna wartości oznaczona w tabeli 15.3 symbolem CKG (rysunek 15.1).



Rysunek 15.1. *Dwa ujęcia cyklu konwersji gotówki*

Źródło: opracowanie własne.

Na powyższym rysunku przedstawiłem dwa ujęcia cyklu konwersji gotówki. Ich zrozumienie jest bardzo ważnym elementem analizy fundamentów spółki Cykl brutto, czyli suma cyklu należności oraz cyklu zapasów, informuje inwestora o czasie, na jaki gotówka jest zamrożona w spółce. Jeśli od cyklu brutto odejmiemy cykl zobowiązań, otrzymamy cykl netto, czyli ostateczną wartość CKG, którą będziemy interpretować. Wartość cyklu netto mówi inwestorowi, na jaki czas spółce potrzebne jest dodatkowe finansowanie. Na podstawie danych z roku 1995 (tabela 15.3) widać, że CKG wynosi około 67 dni. Oznacza to, że przez 67 dni spółka nie posiada finansowania ze swoich należności, musi zatem wspomóc się dodatkowymi źródłami. CKG obrazuje stopień ciągłości zarządzania należnościami, zapasami oraz zobowiązaniami. Wiadomo, że zakup materiałów, które stanowią zapas, oraz sprzedaż wyrobów spółki wiążą się z powstaniem należności, dlatego też w cyklu brutto te wielkości rozpatrywane są łącznie. Spłata zobowiązań wiąże się natomiast z pozyskaniem pieniędzy z należności, dlatego tak ważne jest, aby cykl należności był krótszy od cyklu zobowiązań, a nie na odwrót.

Dla KGHM-u suma WCN oraz WCZa z roku 1995 wynosi 98,47 dni, natomiast WCZo — 31,18 dni. Oznacza to, że gotówka spółki zamrożona jest na 98,47 dni, co wynika z interpretacji cyklu brutto, natomiast zobowiązania są regulowane po około 31 dniach. Różnica pomiędzy cyklem brutto a WCZo to nic innego, tylko cykl konwersji gotówki, który wynosi 67,29 dni. Spółka zatem musi spłacić zobowiązania, zanim „odmrozi" swoje pieniądze z należności i zapasów ogółem. Skąd ma zatem wziąć dodatkowe finansowanie na 67 dni? Najczęściej wykorzystywany jest do tego kredyt krótkoterminowy, na przykład kredyt obrotowy. Pragnę jeszcze zwrócić uwagę na jeden aspekt. W roku 1995 cykl należności był dłuższy niż cykl zobowiązań, co jednak nie powtórzyło się w latach późniejszych. Jeśli spojrzeć na inne dane historyczne KGHM-u, na przykład z roku 1996 lub 1997, łatwo zauważyć, że WCN jest rzeczywiście krótszy niż WCZo, a mimo to CKG pozostaje dodatni. Taka sytuacja jest w zupełności zdrowa i spotykana w większości spółek, więc nie należy się nią martwić. Taka spółka jak KGHM pomimo konieczności pozyskania krótkoterminowego finansowania na miesiąc lub dwa nie pogarsza w żaden sposób swojej ogólnej kondycji finansowej. Rozbieżności w cyklu konwersji gotówki to zjawisko normalne — nic niezwykłego. Pewną osobliwością może być zerowy cykl konwersji gotówki, który oznaczałby, że spółka idealnie dopasowuje do siebie zarządzanie różnymi częściami aktywów obrotowych, przez co nie występują u niej żadne przerwy w finansowaniu. Innym zjawiskiem, dość częstym, jest ujemny cykl konwersji gotówki. Jeśli wartość dodatnia CKG oznaczała konieczność pozyskania dodatkowych środków, to ujemna wartość CKG wskazuje, że spółka ma nadmiar pieniędzy i nie musi pozyskiwać żadnego dodatkowego finansowania z zewnątrz. Spójrzmy ponownie na tabelę 15.3, na dane z roku 2000. Cykl brutto wynosi 101 dni, a cykl zobowiązań 116,23 dni. Oznacza to, że spółka po 101. dniu w całości odmroziła swoje aktywa obrotowe w postaci należności i zapasów, po czym przytrzymała ją u siebie przez około 15 dni, aby ostatecznie spłacić swoje zobowiązania. Jeśli w spółce, która wykazuje w danym roku ujemny CKG, nie występują inne negatywne sygnały fundamentalne, jest to najbardziej korzystny scenariusz zarówno dla spółki, jak i inwestorów. Sytuacja ujemnego CKG nie występuje najczęściej trwale, przez co nie można się łudzić, że znajdzie się spółka, która będzie wykazywała wyłącznie ujemne CKG. Czynnikiem decydującym o ostatecznej

wartości CKG są zapasy. Zarówno w przypadku dodatniego, jak i ujemnego CKG cykl należności powinien być krótszy niż cykl zobowiązań — i to jest podstawa. Wartość zapasów w cyklu konwersji gotówki potraktowałbym bonusowo, to znaczy jeśli zapasy wpływają na dodatni CKG, nic się nie dzieje, ponieważ jest to zjawisko normalne. Jeśli jednak zapasy przyczyniają się do uzyskania ostatecznie ujemnego CKG, powinna to być dla spółki i inwestorów miła niespodzianka.

Opisem cyklu konwersji gotówki ostatecznie zakończyłem omawianie zagadnień związanych z płynnością; przy okazji wspomniałem o zarządzaniu aktywami obrotowymi — należnościami, zobowiązaniami oraz zapasami. Istnieje jeszcze jeden wskaźnik, który wykorzystuję w swoich analizach, a który wiąże się też z zarządzaniem aktywami obrotowymi. Pokazuje on ilość gotówki w stosunku do zobowiązań krótkoterminowych (nie nazwałem go w żaden sposób), ma więc dość dużą wartość informacyjną. Wskaźnik ten otrzymuje się w efekcie podzielenia gotówki wykazanej w bilansie przez stan zobowiązań krótkoterminowych i pomnożenia całości przez 100%. Wartością, której inwestor powinien oczekiwać, jest 20%. O tym wskaźniku dowiedziałem się na zajęciach z finansów przedsiębiorstw i postanowiłem go wykorzystać. Prowadząca te zajęcia powiedziała też, że przedsiębiorstwo powinno posiadać gotówkę, która w 20% pokryje zobowiązania krótkoterminowe. Zaznaczyła przy tym, że jest to poziom bardzo optymalny, jednak ja uznałem, że dla inwestorów będzie to poziom minimalny, bo — o czym już niejednokrotnie wspominałem — im więcej gotówki posiada spółka, tym lepiej.

Wartość wskaźnika gotówki do zobowiązań bieżących[1] powinna być interpretowana razem z przyczynami zmian, głównie zobowiązań. Zauważyłem, że niskie wartości tego wskaźnika, oscylujące w okolicach wartości oczekiwanej czy nawet niższej, są charakterystyczne dla spółek przeprowadzających zakrojone na szeroką skalę inwestycje. Wtedy też spółka pozyskuje zewnętrzne finansowanie, najczęściej w postaci kredytu, co przekłada się na znaczny wzrost zobowiązań bieżących. Kredyt wykazywany jest co prawda w zobowiązaniach długoterminowych,

[1] Zobowiązania bieżące i należności bieżące to zobowiązania i należności krótkoterminowe.

jednak jego aktualne raty wędrują do zobowiązań krótkoterminowych, co tłumaczy spadek omawianego wskaźnika. Zasadniczo wskaźnik gotówki do zobowiązań bieżących może zmieniać swoją wartość wraz ze zmianami gotówki i/lub zobowiązań. W praktyce często występuje spadek gotówki i wzrost zobowiązań bieżących, jeśli wziąć pod uwagę inwestycje spółki. Tak czy inaczej, w tabeli 15.4 widać, że spółki takie jak KGHM, będące rozwiniętymi już podmiotami, wykazują bardzo wysokie wartości tego wskaźnika, co jest oczywiście korzystne. Orlen w początkowych latach notowań giełdowych wykazywał bardzo niskie wartości stosunku gotówki do zobowiązań bieżących. Obecnie — choć jest podmiotem naprawdę rozwiniętym — również nie posiada moim zdaniem zbyt wiele pieniędzy w stosunku do zobowiązań bieżących. Spółką, która wykazuje niemal kosmiczne wartości omawianego wskaźnika, jest Teresa Medica. Widać, że wskaźnik ten wynosi prawie 200% w roku 2009 oraz grubo powyżej 100% w latach poprzedzających. Oznacza to, że wszystkie zobowiązania tej spółki mogą być pokrywane za gotówkę, a dodatkowo spółka będzie posiadała i tak wolny pieniądz, który posłuży jej do własnej działalności. Teresa Medica wykorzystuje do inwestycji wyłącznie własne środki, co sprawia, że jest ona praktycznie niezależna od zewnętrznego finansowania — cenię tego typu spółki, o czym już wielokrotnie wspominałem. Nasuwa się tutaj pytanie: dlaczego więc KGHM nie wykazuje podobnie wysokich wartości gotówki w porównaniu do zobowiązań bieżących? Jest to spowodowane wielkością obydwu podmiotów. Teresa Medica w porównaniu z KGHM-em to bardzo mała spółka, co tłumaczy wysoki stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych gotówką. KGHM-owi nie opłacałoby się utrzymywać gotówki na poziomie 100% zobowiązań bieżących, bo i po co? Ta spółka posiada i tak bardzo wiele w stosunku do swoich potrzeb, a wysoka zdolność kredytowa oraz uznana pozycja rynkowa sprawiają, że KGHM z łatwością pozyska kredyt bankowy, który nie pogorszy w żaden sposób jego kondycji finansowej. Teresa Medica, spółka mniejsza niż KGHM, posiada dużą gotówkę, więc jest w stanie pokryć co najmniej całość swoich zobowiązań bieżących.

Tak oto zakończyłem analizę płynności oraz zarządzania aktywami obrotowymi spółek giełdowych. Została do omówienia jeszcze rentowność,

Tabela 15.4. *Przykładowe wartości wskaźnika gotówki do zobowiązań bieżących (w %)*

Lata	Teresa Medica	KGHM	Tauron	Enea	PGE	Lotos	Orlen
1995	Brak	84,42	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1996	Brak	40,06	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1997	Brak	53,42	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
1998	Brak	49,26	Brak	Brak	Brak	Brak	7,48
1999	Brak	31,45	Brak	Brak	Brak	Brak	4,24
2000	Brak	10,04	Brak	Brak	Brak	Brak	4,35
2001	Brak	4,57	Brak	Brak	Brak	Brak	5,48
2002	Brak	11,15	Brak	10,14	Brak	16,78	3,71
2003	Brak	24,56	Brak	8,17	Brak	18,34	13,06
2004	219,08	24,37	Brak	8,69	Brak	15,78	18,24
2005	96,91	58,44	Brak	Brak	Brak	52,39	13,20
2006	53,91	72,85	Brak	Brak	54,14	47,05	15,80
2007	149,23	125,14	32,49	56,58	50,31	39,30	12,04
2008	167,86	95,29	28,10	181,28	28,56	26,39	6,16
2009	198,46	51,99	26,48	64,16	132,17	13,32	20,70

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek giełdowych.

o której wiele pisałem przy okazji ROE, zanim jednak do niej nawiążę, skupię się jeszcze na różnego rodzaju marżach oraz na zadłużeniu długoterminowym.

16.
Zadłużenie spółki i wysokość marży

W poprzednich rozdziałach omówiłem bardzo dokładnie zagadnienia płynności płatniczej oraz zarządzania aktywami obrotowymi, pozostały jeszcze dwie bardzo ważne kwestie — zadłużenie i rentowność. Rozpocznę od zadłużenia i dwóch wskaźników, które postanowiłem wykorzystać w celu sprawdzenia potencjalnej wypłacalności spółki. Pierwszy ze wskaźników jest już Czytelnikowi dobrze znany: to wskaźnik Kw/A, czyli stosunek kapitału własnego do aktywów. (Przypominam, że minimalną, wystarczającą wartością tego wskaźnika jest 60%, a preferowanymi wartościami są te z przedziału od 70% do 90%). Obrazuje on stopień finansowania aktywów kapitałem własnym. Jeśli więc spółka posiada ten wskaźnik na poziomie 60%, oznacza to, że w 40% jej majątek jest finansowany kapitałem obcym, najczęściej zadłużeniem. Jest jeszcze jednak jeden wskaźnik, który dobitniej pokazuje wielkość posiadanego zabezpieczenia finansowego spółki:

$$Zad / Kw = \frac{ZoD}{Kw} \times 100\%$$

Wzór 16.1. *Zadłużenie/kapitał własny*

W powyższym wzorze ZoD to zobowiązania długoterminowe, a Kw to wartość kapitału własnego. Obliczony w ten sposób wskaźnik Zad/Kw pokazuje stosunek zobowiązań długoterminowych do kapitału własnego spółki. Sięgam po ów wskaźnik za Peterem Lynchem, który przedstawia podobny sposób badania zabezpieczenia finansowego spółki w książce *Pokonać giełdę*, choć nie nazywa go w ten sposób. Wykorzystuje go w celu sprawdzenia, czy spółka w przypadku kłopotów z zadłużeniem znajdzie się w obliczu bankructwa, czy też nie. Z toku rozumowania Lyncha ustaliłem, że wartością preferowaną przez inwestorów jest poziom 20% zobowiązań długoterminowych w stosunku do kapitału własnego. Dzięki wykorzystaniu wskaźnika Zad/Kw inwestor dokładnie wie, czy spółka posiada solidne zabezpieczenie finansowe. Wskaźnik Zad/Kw może zwiększać swoją wartość, gdy będzie rosło zadłużenie przy niezmienionej wielkości kapitału własnego, co może się skończyć źle, jeśli zacznie przekraczać 50%. Jeżeli jednak kapitał własny będzie rósł, to ogólna wartość wskaźnika zmaleje, czego powinien oczekiwać inwestor. Jeśli jednak zobowiązania długoterminowe będą przyrastać wolniej niż kapitał własny, również jest to pozytywny sygnał. Inwestor nie powinien jednoznacznie traktować przyrostu zadłużenia spółki jako negatywnego sygnału. Inwestorzy konserwatywni, tacy jak Warren Buffett czy Walter Schloss, nie lubią spółek zadłużonych. Schloss twierdzi, że jeśli spółka nie jest zadłużona, to jest coś warta, natomiast Buffett uważa, że rozwój spółki możliwy jest także bez stosowania dźwigni finansowej. Stanowisko Buffetta i Schlossa to podejście całkowicie konserwatywne. Nie twierdzę, że złe, ale czasy, w których żyjemy, charakteryzują się dynamicznymi zmianami. Ludzie bogacą się coraz szybciej, a i spółki muszą zwiększać tempo prowadzenia działalności, aby nadążyć za konkurencją, szczególnie w szybko zmieniających się branżach. Bazowanie wyłącznie na kapitale własnym mogłoby być tragiczne w skutkach i przełożyć się w rezultacie na wykluczenie spółki z branży. Podobnie jak Robert Kiyosaki, ja też jestem zwolennikiem używania zadłużenia lub finansowania pochodzącego z innych zewnętrznych źródeł jako akceleratora rozwoju, jednak kładę duży nacisk na rozsądne jego wykorzystanie. Im większa spółka, im stabilniejsza jej kondycja finansowa, tym na więcej zadłużenia może sobie pozwolić. Najbardziej niebezpieczne są wysokie poziomy długu w małych spółkach, które na dodatek nie mają jeszcze uznanej pozycji branżowej. To głównie w ich

przypadku inwestor powinien przyjrzeć się poziomowi zobowiązań długoterminowych w stosunku do kapitału własnego.

W teorii finansów przedsiębiorstw uznaną miarą stopnia zadłużenia jest wskaźnik dźwigni finansowej. Ja go nie używam, ponieważ nie posiadam mentalności stada, poza tym do określenia zabezpieczenia finansowego wystarczą mi w zupełności opisane wcześniej wskaźniki. Jednak gros inwestorów woli do określenia poziomu zadłużenia spółek wykorzystywać stopień dźwigni finansowej. Specjalnie dla tych, którzy być może będą woleli stosować właśnie ten wskaźnik, omówię go pokrótce.

$$DFL = \frac{\%EPS}{\%EBIT}$$

Wzór 16.2. *Dźwignia finansowa DFL z wykorzystaniem EPS*

$$DFL = \frac{\%ROE}{\%EBIT}$$

Wzór 16.3. *Dźwignia finansowa DFL z wykorzystaniem ROE*

Wzory 16.2 i 16.3 są sobie równoważne, ponieważ inwestor otrzyma takie same wartości końcowe, jednak w zależności od tego, czy dysponuje wartością EPS, czy ROE, może sam podjąć decyzję, którą z nich wykorzystać. EPS (*Earning Per Share*) to zysk netto przypadający na jedną akcję. Wartość ta jest podawana przez wszystkie serwisy finansowe, a i samodzielne jej obliczenie jest bardzo proste. Wystarczy podzielić zysk netto za dany okres przez liczbę akcji spółki, to wszystko. Wzory na stopień dźwigni finansowej wymagają jednak wartości EPS, EBIT (zysk operacyjny) oraz ROE za dwa okresy, ponieważ trzeba obliczyć procentowe zmiany tych wielkości, po czym wstawić je do odpowiedniego wzoru. Czy warto obliczać stopień dźwigni finansowej? Moim zdaniem nie, ale jeśli ktoś chce, nie widzę przeciwwskazań. Zasadniczo można korzystać z tych samych wskaźników, z których ja korzystam, to znaczy z Kw/A oraz Zad/Kw lub z DFL. Wnioski, do których dojdzie inwestor, powinny być takie same. Można również zastosować kompleksowe podejście — wykorzystać jednocześnie DFL oraz Kw/A i Zad/Kw. Wskaźniki, które ja wykorzystuję, pokazują po prostu wielkość zabezpieczenia finansowego spółki, natomiast DFL określa stopień zadłużenia

spółki. Moje podejście jest bardziej defensywne, natomiast podejście DFL cechuje się większą agresywnością.

Zagadnieniem, które pozostało do omówienia, jest rentowność. Trudno stwierdzić, czy rentowność jest ważniejsza od płynności i zadłużenia, jedno wiadomo na pewno — brak zysku spółki to brak zysków inwestorów, więc warto się dokładnie przyjrzeć rentowności i czasami postawić ją nawet przed płynnością. Analiza ROE, ROA oraz rentowności całkowitej, którą przeprowadziłem w rozdziale 4., była wyczerpująca, dlatego nie będę powtórnie wyjaśniał tych zagadnień. Znaczenie rentowności uwzględniłem we wstępnej selekcji spółek, rozpoczynając ją właśnie od wyboru spółek zyskownych pod względem ROE. Teraz chcę zwrócić uwagę na zagadnienie marży, gdyż to jej wielkość przekłada się na wysokość zysków spółki. Duże znaczenie marży podkreśla również sam Buffett, twierdząc, że poszukuje spółek w branżach cechujących się wysokimi marżami. O jaką marżę chodzi Buffettowi? Nie mam pojęcia, mogę tylko podejrzewać, że chodzi o marżę na podstawowej działalności operacyjnej, która dla mnie również ma ogromne znaczenie.

Analitycy zazwyczaj korzystają z dwóch rodzajów marż — marży operacyjnej oraz marży zysku netto. Ja również je stosuję, ponieważ pokazują one pewne zmiany kosztowe, które nie są uwzględniane w marży na sprzedaży. Marża operacyjna oraz marża zysku netto to stosunek odpowiednich wielkości zysku do przychodów ze sprzedaży. Wzory 16.4 i 16.5 przedstawiają sposób obliczania obydwu marż.

$$MEBIT = \frac{EBIT}{S} \times 100\%$$

Wzór 16.4. *Marża operacyjna (MEBIT)*

$$MEAT = \frac{EAT}{S} \times 100\%$$

Wzór 16.5. *Marża zysku netto (MEAT)*

W obu wzorach S to przychody netto ze sprzedaży, EBIT to zysk operacyjny, a EAT to inaczej zysk netto. Marże te mówią inwestorowi, jaką część przychodów stanowi odpowiedni rodzaj zysku. Można również obliczyć marżę finansową lub marżę zysku brutto, jednak w praktyce

mają one znikomą wartość poznawczą. Marża zysku netto powinna wykazywać mniejsze wartości niż marża operacyjna, a to z powodu uwzględnienia większej ilości poniesionych kosztów. Jeśli marża operacyjna wynosi 20%, oznacza to, że każda złotówka wydana na działalność operacyjną (podstawową oraz pozostałą) przynosi zysk w wysokości 20 groszy, a więc 80% przychodów ze sprzedaży stanowi pokrycie kosztów. Jeśli przykładowo dla tych samych danych marża zysku netto będzie wynosiła 10%, oznaczać to będzie, że zysk netto stanowi 10% przychodów ze sprzedaży, natomiast 90% przychodów ze sprzedaży wędruje na pokrycie wszystkich kosztów spółki, czyli nie tylko kosztów operacyjnych, ale i finansowych oraz strat nadzwyczajnych. Marża operacyjna informuje natomiast o odsetku pokrytych kosztów działalności podstawowej. Im wyższe wartości przyjmują obie marże, tym lepiej, ponieważ zazwyczaj oznacza to, że koszty działalności spółki maleją, a to bardzo korzystny znak dla wszystkich zainteresowanych kondycją finansową spółki. Tymczasem ja obliczam również marżę na sprzedaży spółki. Marża na sprzedaży to nic innego jak podzielenie przychodu ze sprzedaży przez koszt wytworzenia sprzedanych wyrobów.

$$MS = (\frac{S}{K} - 1) \times 100\%$$

Wzór 16.6.. *Marża na sprzedaży spółki (MS)*

S to przychód ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, który odczytujemy z rachunku zysków i strat. Zazwyczaj tuż pod wartością przychodów ze sprzedaży znajduje się pozycja kosztowa — koszt wytworzenia sprzedanych produktów i wartość sprzedanych towarów i materiałów. Wartość z tej pozycji należy wstawić do mianownika ze wzoru 16.6 Dzieląc przychód ze sprzedaży przez koszt wytworzenia, sprawdzamy, w jakim stopniu przychód ze sprzedaży będzie pokrywał koszt wytworzenia produktów. Jeśli spółka wykazałaby sprzedaż na poziomie 100 000 zł, a koszt wytworzenia wyniósłby 80 000 zł, to wynik dzielenia tych wielkości równałby się 1,25. Gdybyśmy od razu pomnożyli tę wartość przez 100%, otrzymalibyśmy 125%. Interpretacja tej liczby jest następująca — przychód ze sprzedaży pokrywa koszty wytworzenia w 125%, co oznacza, że spółka zarabia na sprzedaży swoich wyrobów 25%. Gdyby wielkość sprzedaży wyniosła 80 000 zł, otrzymalibyśmy

wartość 100%, co oznaczałoby, że spółka jest w stanie tylko pokryć koszty i niczego nie zarabia. Owe 25% będące nadwyżką poniesionych kosztów to zysk spółki ze sprzedaży produktów, czyli inaczej marża. Z wykorzystaniem wzoru 16.6. obliczenia przebiegłyby następująco:

100 000 zł/80 000 zł = 1,25

1,25–1 = 0,25

0,25×100% = 25%, co stanowi marżę

Poniżej przedstawiłem szereg przykładów obliczania marży na sprzedaży spółek, które analizowałem. Obliczenia oparłem wyłącznie na danych finansowych pochodzących ze sprawozdań za rok 2009. Przytoczyłem rzeczywiste nazwy pozycji przychodów i kosztów, żeby Czytelnik rozeznał się w sposobie obliczania marży na sprzedaży. Wyniki zaokrągliłem do drugiego miejsca po przecinku.

KGHM (w tys. zł)

Przychody ze sprzedaży: 12 119 910 zł

Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów: 7 923 233 zł

MS = (12 119 910/7 923 233–1)×100% = 52,97%

Teresa Medica (w tys. zł)

Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów: 15 296 zł

Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów: 8 945 zł

MS = (15 296/8 945–1)×100% = 71%

PGE (w tys. zł)

Przychody ze sprzedaży: 21 623 350 zł

Koszt własny sprzedaży: 13 727 469 zł

MS = (21 623 350/13 727 469–1)×100% = 57,52%

Orlen (w tys. zł)

Przychody ze sprzedaży: 67 927 990 zł

Koszt własny sprzedaży: 61 848 701 zł

MS = (67 927 990/61 848 701–1)×100% = 9,83%

Wysokość marży na działalności podstawowej, nawet nie operacyjnej, jest kluczowa, ponieważ jeśli spółka nie zarabia na działalności, do której wykonywania została powołana, to coś jest nie tak. Im wyższa marża na sprzedaży, tym lepiej, i na tym inwestor powinien się najpierw skupić. Obserwacja marży operacyjnej i zysku netto również pomaga, szczególnie kiedy marża zysku netto jest wyższa niż marża operacyjna. Oznacza to, że spółka więcej zarabia na działalności finansowej lub zyskach nadzwyczajnych niż na działalności operacyjnej. Najbardziej zdrowy rozkład wartości różnych marż w spółce powinien wykazywać trend malejący:

Marża na sprzedaży > Marża operacyjna > Marża finansowa > Marża zysku brutto > Marża zysku netto

Najwyższą marżą powinna być marża na sprzedaży. Marża operacyjna uwzględnia pozostałe koszty operacyjne, więc powinna być mniejsza. Marża finansowa i marża zysku brutto to inaczej stosunek odpowiednio zysku na działalności finansowej i zysku brutto do przychodów ze sprzedaży. Jeśli spółka nie wykazała w danym okresie znaczących zysków finansowych i/lub nadzwyczajnych, marże te również powinny być odpowiednio niższe. Najniższą wartościowo marżą jest marża zysku netto. Jeżeli marża zysku netto jest wyższa od marży operacyjnej, inwestor bardzo łatwo docieknie przyczyny takiego stanu rzeczy — wystarczy zerknąć do rachunku zysków i strat.

Najgorsza sytuacja, na którą inwestor może trafić, to taka, w której spółka posiada bardzo niską marżę na sprzedaży, natomiast wykazuje coraz wyższe wartości kolejnych marży, co znaczy tyle, że spółka powinna zmienić branżę na finansową, bo zwiększająca się marża to prawdopodobnie zasługa zysków z działalności finansowej. Uważam, że podstawową wielkością marży wykorzystywaną do mierzenia zyskowności spółki jest marża na sprzedaży, to na nią w pierwszej kolejności inwestorzy powinni zwracać uwagę. Marże operacyjna oraz zysku netto mają w zdrowych finansowo spółkach małe znaczenie, jednak nabierają ważności, gdy w pozostałych segmentach działalności spółki pojawiają się różne skoki kosztów.

Podczas analizy wielkości marż w spółkach inwestor powinien dokonać przede wszystkim branżowego porównania marż. Nie należy zestawiać wysokości uzyskiwanych marż w spółkach należących do różnych branż, na przykład spółek medycznych ze spółkami energetycznymi. Każda branża ma bowiem swoją specyfikę i na niej trzeba się skupić. Z doświadczenia wiem, że marża na poziomie 50% jest naprawdę wysoka. W kolejnych tabelach (16.1 – 16.3) zaprezentowałem różne rodzaje marż dla spółek z sektora paliwowego, energetycznego oraz dla spółki Teresa Medica.

Tabela 16.1. *Marże spółek paliwowych (w %)*

Lata	Orlen			Lotos		
	MS	MEBIT	MEAT	MS	MEBIT	MEAT
1998	111,07	7,12	4,39	Brak	Brak	Brak
1999	102,14	5,45	3,75	Brak	Brak	Brak
2000	79,02	5,31	3,00	Brak	Brak	Brak
2001	83,13	2,55	1,33	Brak	Brak	Brak
2002	96,45	2,88	1,82	78,27	3,18	1,47
2003	69,25	3,87	3,01	94,06	4,71	3,34
2004	24,69	8,76	8,27	21,36	8,22	7,30
2005	20,86	12,01	11,26	19,78	11,09	10,04
2006	15,25	4,87	3,90	16,59	6,23	5,73
2007	13,64	4,08	3,89	15,67	5,44	6,20
2008	7,48	–2,02	–3,18	6,59	–0,89	–2,39
2009	9,83	1,62	1,91	12,32	2,93	6,37

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych spółek.

Przyglądając się wyłącznie wysokościom marż Orlenu, inwestor mógłby odnieść wrażenie, że potencjalna zyskowność spółki od 1998 – 2009 roku znacznie się pogorszyła, ponieważ widać bardzo znaczący spadek, głównie wartości marży na sprzedaży. Jeśli zestawić jednak wysokości marż Orlenu z marżami innej spółki z branży, Lotosu, widać, że nie było to zjawisko odosobnione. Również marże Lotosu wykazują tendencję spadkową na przestrzeni analizowanego okresu. Należy oczywiście zwró-

cić uwagę na rok 2004, ponieważ to wtedy marża na sprzedaży drastycznie spadła — dla Orlenu o 45%, a dla Lotosu o 73%! Wychodzi na to, że wówczas ogólne warunki kosztowe działalności branży się pogorszyły, nie należy się zatem tym martwić. Marże operacyjna oraz zysku netto w przypadku obu spółek nie wykazują imponujących wartości, co oznacza, że pozostałe koszty operacyjne i/lub koszty sprzedaży wraz z kosztami zarządu są odpowiedzialne za duży spadek marży operacyjnej w stosunku do marży ze sprzedaży. Inwestor powinien poszukiwać branż, w których marże są wysokie, szczególnie MS, jednak nie powinien analizować ich wysokości w oderwaniu od innych spółek z branży. Ważne jest, aby wysokość marży nie odchylała się znacząco od średniej marży branżowej, zarówno w górę, jak i w dół. Jeśli spółka wykazuje marżę znacząco niższą niż inne spółki z branży, oznacza to zazwyczaj albo ponoszenie wyższych niż konkurencja kosztów, albo osiąganie niższych zysków, przy czym oba przypadki są niekorzystne. Gdy spółka wykazuje znacząco wyższe marże w porównaniu do branży, inwestor także musi dociec dlaczego. Przyczyn wyższych marż może być o wiele więcej niż w sytuacji odwrotnej. Najbardziej niepokojącym powodem może być kreatywna księgowość. Nie chcę jednak niczego z góry wyrokować, bo każdy przypadek jest inny i powinien być indywidualnie rozpatrywany. Tak czy inaczej, zbytnie odstępstwa marży od średniej wartości z branży mogą się okazać niebezpieczne. Ważne jest też, aby porównywać marżę ze sprzedaży z inną tego typu marżą, podobnie w przypadku marż operacyjnej i zysku netto. Trzeba także uważać na sposób obliczania marży na sprzedaży. Inwestor powinien pilnować wszystkich zmian w prezentacji danych w sprawozdaniach finansowych swoich spółek — spółki mogą zmodyfikować formę prezentacji danych (chociaż rzadko to robią), na przykład zmienić nazwy niektórych pozycji kosztowych i przychodowych. Znaczne zmiany prezentacji danych finansowych zaszły na przykład w spółce KGHM w roku 2005 (również w innych spółkach, które analizowałem). Dzisiaj wzory sprawozdań finansowych są jednolite dla wszystkich spółek niebędących bankami oraz zakładami ubezpieczeniowymi. Najbardziej niekorzystną zmianą dla inwestora, znacząco wpływającą na porównywalność danych, jest przejście z kalkulacyjnego wariantu rachunku zysków i strat na wariant porównawczy. Ogólnie większość spółek prezentuje swoje dane finansowe w układzie kalkulacyjnym, są jednak spółki, na przykład PGE,

które korzystają z układu porównawczego — moim zdaniem trudniej go dostosować do obliczania marży na sprzedaży, ale nie jest to niemożliwe. Zatem inwestor powinien zwracać uwagę na poziom marży swojej spółki w porównaniu z branżą oraz na jednolitość danych finansowych wykorzystywanych do obliczania szczególnie marży na sprzedaży. (Tabela 16.2 zestawia marże spółek z branży energetycznej).

Tabela 16.2. *Marże spółek z sektora energetycznego (w %)*

Lata	PGE			Tauron			Enea		
	MS	MEBIT	MEAT	MS	MEBIT	MEAT	MS	MEBIT	MEAT
2002	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	8,10	1,96	1,39
2003	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	9,00	1,02	4,11
2004	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	9,15	2,03	0,95
2005	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
2006	16,82	Brak	8,57	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
2007	17,46	Brak	20,59	6,82	1,52	1,22	1,77	1,53	9,58
2008	36,76	Brak	13,76	10,50	2,79	1,46	5,00	4,08	3,50
2009	57,52	Brak	20,06	18,33	9,24	6,59	8,25	7,05	7,17

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych spółek.

W odróżnieniu od sektora paliwowego spółki sektora energetycznego wykazują coraz większe marże, co jest korzystnym sygnałem. Najwyższymi marżami w branży cechuje się PGE z racji jego kosztowej przewagi konkurencyjnej oraz wielkości i pozycji branżowej. Najsłabiej wygląda pod względem marży Enea, a na drugim miejscu plasuje się Tauron. Hierarchia spółek energetycznych w Polsce jest następująca — PGE, Tauron oraz Enea, co znajduje również odbicie w wysokości marż tych spółek.

Ciekawą spółką pod względem marży jest Teresa Medica (tabela 16.3) — tu uwagę zwracają przede wszystkim marże na sprzedaży. Co prawda wartości wykazują tendencję zniżkującą, jednak marża na sprzedaży w roku 2009 i tak wynosiła 71%, co jest dużym sukcesem. Pewną negatywną tendencją jest duża różnica w przypadku marży operacyjnej

Tabela 16.3. *Marże spółki Teresa Medica, branża medyczna, ochrona zdrowia (w %)*

Lata	Teresa Medica		
	MS	**MEBIT**	**MEAT**
2004	111,59	30,90	24,83
2005	119,41	30,42	24,66
2006	94,37	29,90	24,32
2007	54,03	35,16	28,16
2008	93,86	27,73	23,10
2009	71,00	16,15	12,81

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w sprawozdaniu finansowym spółki.

oraz marży zysku netto w porównaniu do marży na sprzedaży. Ze sprawozdań finansowych dowiedziałem się, że te negatywne zmiany były w ostatnim czasie spowodowane wahaniami kursowymi EUR/PLN oraz zwiększonymi kosztami sprzedaży i zarządu. Spółka zatrudniła nowy personel do działu sprzedaży, co znalazło odbicie w wysokości marż. Trudno jest oceniać te działania jako negatywne, jednak efekty sprzedażowe osiągnięte w kolejnych latach przyniosą odpowiedź co do słuszności tworzenia dodatkowych miejsc pracy.

Marże to ostatnie najważniejsze zagadnienie, na które inwestor powinien zwrócić uwagę podczas analizy spółek giełdowych. Dane finansowe, które warto gromadzić w arkuszu kalkulacyjnym, można podzielić zatem na kilka grup:

- dane dotyczące płynności,
- dane dotyczące rentowności,
- dane dotyczące zarządzania aktywami obrotowymi,
- dane dotyczące zadłużenia.

Najważniejszymi dla inwestora danymi są oczywiście te dotyczące rentowności, czyli ROE oraz marże. W następnej kolejności skupiłbym się na zadłużeniu długoterminowym, potem na płynności, a na końcu na

zarządzaniu aktywami obrotowymi, szczególnie na cyklu konwersji gotówki i cyklach należności, zapasów i zobowiązań. Zebrawszy te dane, inwestor może na ich podstawie wyciągnąć bardzo dokładne wnioski na temat kondycji finansowej spółki. Wszelkie wątpliwości lub dziwne wahania wartości rzecz jasna należy wyjaśnić, wracając do szczegółowych pozycji sprawozdania finansowego.

17.
Analiza spółki KGHM

Przyszedł czas na praktyczne wykorzystanie wiedzy zdobytej podczas lektury poprzednich części książki. W tym rozdziale zamierzam zająć się całościowo spółką KGHM pod kątem pozycji branżowej i konkurencyjnej, sposobu zarządzania oraz sytuacji finansowej. Na razie omawiając różne wskaźniki finansowe, pokazywałem ich interpretację jedynie w ujęciu jednostkowym, to znaczy analizowałem dany wskaźnik w oderwaniu od innych. Teraz pokażę, jakie wnioski wyciągnąłem podczas analizy KGHM-u oraz jakie decyzje podjąłem w związku z tą spółką. W następnych rozdziałach będę omawiał kolejne spółki, więc proponuję Czytelnikowi pewien schemat prezentacji danych na ich temat — ułatwi to orientację w analizach poszczególnych spółek oraz porównanie informacji o nich. Informacje zostaną zaprezentowane w trzech grupach — finanse, zarząd oraz branża (przy czym analiza kondycji finansowej w oparciu o przedstawione wcześniej wskaźniki jest najobszerniejszym tematem). Opiszę również warunki branżowe, popytowe i konkurencyjne, nie omieszkam wspomnieć o zarządzaniu spółką w kontekście dbania o wartość dla akcjonariuszy oraz o słowności zarządzających, co powinno się przekładać na konsekwentną realizację strategii rozwoju spółki. Zatem zaczynamy wspólną analizę pierwszej spółki.

KGHM jest podmiotem idealnym dla inwestorów konserwatywnych poszukujących stabilizacji i wysokiej wartości. Śmiem twierdzić, że gdyby Warren Buffett wiedział o istnieniu spółki takiej jak KGHM, pokusiłby się o zakup jej akcji, tym bardziej że free float[1] wynosi ponad 60%, co stanowi naprawdę łakomy kąsek. Tak czy inaczej, spółka ta powinna znaleźć się w portfelu każdego inwestora poszukującego wartości, bez względu na to, jaką konkretną strategię inwestycyjną przyjął. KGHM jest spółką, która dla portfela inwestycyjnego jest tym, czym solidny fundament dla budynku — wypłata dywidendy oraz kumulowanie wartości dla akcjonariuszy sprawią, że w czasach ogólnego spadku wartości portfela KGHM będzie swoistym kołem ratunkowym.

Kondycja finansowa (dane skonsolidowane)

Na stronie internetowej KGHM-u dostępne są dane finansowe od roku 1995, inwestor ma zatem szansę zapoznać się z 15-letnią historią finansową spółki. W przypadku inwestowania typowo długoterminowego na zasadzie „kup, trzymaj i nigdy nie sprzedawaj" wymagane jest sprawdzenie możliwie najdłuższego okresu (przynajmniej 10 lat), aby się dowiedzieć, jak spółka zachowywała się w różnych sytuacjach kryzysowych. Przedział czasowy od 1995 roku do 2009 roku obejmuje przede wszystkim kryzys związany z bessą internetową w latach 2000 – 2002 oraz z bessą wywołaną pęknięciem bańki spekulacyjnej ryzykownych kredytów hipotecznych w latach 2007 – 2009. W historii KGHM-u wystąpił okres, w którym spółka nie radziła sobie zbyt dobrze, jednak po tych chudszych latach nadeszły bardzo tłuste i tak zostało do dzisiaj (2010 rok). Sprawdźmy zatem, jak wyglądają omówione w poprzednich rozdziałach wskaźniki w odniesieniu do tej świetnej pod każdym względem spółki (tabela 17.1a).

[1] Free float — to wolno dostępne akcje znajdujące się w obrocie giełdowym, innymi słowy są to akcje nie posiadające właściciela, dostępne do kupna.

Tabela 17.1a. *Najważniejsze wartości aktywów na przestrzeni 15 lat działalności KGHM-u (w tys. zł)*

Lata	Aktywa	Aktywa obrotowe	Zapasy	Należności krótko-terminowe	Gotówka
1995	4 052 358,50	1 560 960,80	594 782,10	404 549,10	267 142,70
1996	4 516 348,10	1 570 165,90	763 070,10	388 609,90	182 559,70
1997	5 310 367,00	1 771 456,00	818 786,00	402 969,00	409 921,00
1998	5 363 153,00	1 661 508,00	853 268,00	429 046,00	342 306,00
1999	5 240 043,00	1 578 068,00	854 492,00	460 796,00	180 415,00
2000	7 456 181,00	1 871 381,00	902 956,00	649 093,00	179 242,00
2001	7 948 954,00	1 803 463,00	998 695,00	581 603,00	135 647,00
2002	7 894 841,00	2 074 223,00	905 534,00	728 430,00	223 295,00
2003	8 565 125,00	2 572 471,00	893 820,00	657 961,00	490 919,00
2004	9 292 580,00	2 886 114,00	1 030 375,00	756 433,00	523 241,00
2005	11 048 716,00	4 210 089,00	1 244 576,00	915 547,00	1 878 321,00
2006	12 993 687,00	5 799 573,00	1 768 750,00	1 407 972,00	2 321 131,00
2007	13 503 398,00	5 570 957,00	1 744 495,00	932 744,00	2 812 096,00
2008	15 000 105,00	5 856 959,00	1 608 369,00	1 471 700,00	2 065 763,00
2009	14 897 425,00	5 083 112,00	2 072 434,00	1 540 670,00	1 197 077,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

W tabeli 17.1a znajduje się szereg pozycji aktywów świadczących o systematycznym rozwoju spółki oraz dokonywanych przez nią inwestycjach na przestrzeni 15 lat działalności. Widać, że aktywa łącznie wzrosły z 4 mld zł w roku 1995 do prawie 15 mld zł w roku 2009, jest to wzrost o ponad 10 mld zł! Aktywa obrotowe oraz zapasy również znacząco przyrosły i pociągnęły za sobą wzrost należności krótkoterminowych. Trudno jest interpretować jednoznacznie wzrost zapasów oraz należności krótkoterminowych w oderwaniu od wyników sprzedaży spółki. Zerknijmy więc do tabeli 17.1c, w której zestawiłem najważniejsze rodzaje zysków spółki wraz z przychodami ze sprzedaży. Przychody spółki wzrosły z prawie 4 mld zł w roku 1995 do około 12,5 mld zł w roku 2009. To bardzo ważna informacja dla inwestorów, która analizowana łącznie ze zmianami w stanie aktywów obrotowych jest z pewnością

pozytywna. Wzrastające przychody ze sprzedaży przełożyły się na systematycznie rosnący zysk netto, który w 1995 roku wynosił 0,5 mld zł, aby w roku 2009 przekroczyć granicę 2 mld zł.

Wystarczy zerknąć na rozkład zysku operacyjnego oraz zysku brutto, aby zauważyć, że spółka nie poniosła znaczących kosztów w pozostałej działalności operacyjnej, finansowej oraz nie doświadczyła istotnych zysków lub strat nadzwyczajnych. Zatem trendy wzrostowe różnych wartości aktywów znalazły potwierdzenie we wzrastających zyskach spółki, co jest podstawą sukcesu. Warto jeszcze zwrócić uwagę na zasoby gotówkowe KGHM-u. W roku 1995 spółka posiadała 0,2 mld zł gotówki, natomiast w roku 2009 już prawie 2 mld zł! KGHM jest bogatą spółką, która w razie potrzeby może finansować swoją działalność ze środków własnych bez konieczności zaciągania kredytów. Jeśli nawet spółka stanęłaby w obliczu konieczności sfinansowania swojej działalności kredytem, to i tak uzyskałaby środki z zewnątrz z uwagi na jej świetne parametry kondycji finansowej.

Spójrzmy teraz do tabeli 17.1b, w której zestawione zostały wartości zobowiązań oraz kapitału własnego w kolejnych latach. Wzrost zobowiązań krótkoterminowych jest ściśle związany ze zwiększającym się poziomem sprzedaży, więc jest to sygnał pozytywny i w tym przypadku jak najbardziej oczekiwany. Zobowiązania długoterminowe utrzymywały się na dość niskim poziomie do roku 2001, po czym w kolejnych latach zaczęły stale oscylować w granicy 1 mld zł, a w roku 2009 wyniosły prawie 2 mld zł.

Wartości bezwzględne zobowiązań długoterminowych niewiele mówią o wielkości zadłużenia spółki. Dopiero porównanie zobowiązań długoterminowych z kapitałem własnym pozwala określić stopień zadłużenia długoterminowego. Widać, że kapitały własne uległy również znacznemu wzrostowi, bo na przestrzeni 15 lat zwiększyły się o około 7 mld zł. Po zestawieniu zobowiązań długoterminowych choćby z roku 2009 z wartością kapitału własnego z tego okresu widać, że zadłużenie spółki w stosunku do kapitału własnego jest niewielkie, przez co można je ocenić pozytywnie. Niski poziom zadłużenia KGHM-u pozwoli mu w przyszłości pozyskać znaczne środki z kredytu bankowego, ponieważ

Tabela 17.1b. *Najważniejsze wartości pasywów na przestrzeni 15 lat działalności KGHM-u (w tys. zł)*

Lata	Kapitał własny	Zobowiązania długoterminowe	Zobowiązania krótkoterminowe
1995	3 650 963,10	11 420,30	316 444,60
1996	3 704 521,90	12 355,90	455 768,10
1997	4 078 421,00	34 408,00	767 410,00
1998	4 111 513,00	60 868,00	694 918,00
1999	3 593 270,00	22 437,00	573 745,00
2000	4 090 896,00	315 080,00	1 786 063,00
2001	3 142 786,00	249 300,00	2 969 233,00
2002	3 074 791,00	1 213 286,00	2 003 161,00
2003	3 489 257,00	1 456 965,00	1 998 606,00
2004	5 332 243,00	51 019,00	2 146 771,00
2005	6 357 321,00	1 530 665,00	3 213 965,00
2006	8 262 402,00	1 541 978,00	3 186 005,00
2007	9 501 609,00	1 710 812,00	2 247 084,00
2008	10 982 865,00	1 849 264,00	2 167 976,00
2009	10 623 827,00	1 970 994,00	2 302 604,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

spółka posiada bardzo solidne fundamenty finansowe mierzone wskaźnikiem Zad/Kw, który za chwilę przeanalizuję.

KGHM wykazuje spore przychody ze sprzedaży, zysk netto oraz preferowany wskaźnik Zad/Kw. Rentowność spółki również spełni oczekiwania inwestorów — moim zdaniem jest bardziej niż zadowalająca. W tabeli 17.2 zamieściłem różne miary zyskowności spółki, takie jak ROE oraz marże. W latach 1999 – 2002 rentowność kapitału własnego wykazywała spore wahania, co było właściwe także dla innych wskaźników w tym okresie. Czas przełomu stuleci nie był dla spółki zbyt korzystny, można powiedzieć, że przeżywała ona wtedy swój gorszy czas.

Jeśli pominąć trudniejszy okres w dziejach spółki, widać że w latach 2006 – 2007 ROE utrzymywało się nawet na poziomie powyżej 40%,

Tabela 17.1c. *Najważniejsze pozycje zysków i przychodów na przestrzeni 15 lat działalności KGHM-u (w tys. zł)*

Lata	Przychody ze sprzedaży	EBIT	Zysk brutto	Zysk netto
1995	3 704 074,40	798 681,40	876 358,10	513 673,80
1996	3 527 179,40	387 301,90	465 033,90	148 859,70
1997	4 419 870,00	880 709,00	887 655,00	465 711,00
1998	4 314 109,00	210 409,00	301 592,00	143 304,00
1999	4 572 603,00	110 909,00	129 098,00	–22 642,00
2000	5 608 809,00	767 928,00	749 643,00	498 475,00
2001	4 980 356,00	–480 865,00	–735 932,00	–786 694,00
2002	5 273 266,00	–139 037,00	–155 480,96	–214 733,96
2003	5 607 165,00	810 535,00	850 739,00	678 272,00
2004	7 149 416,00	1 461 904,00	1 515 914,00	1 392 459,00
2005	9 029 496,00	2 562 060,00	2 734 390,00	2 107 770,00
2006	12 862 861,00	4 170 786,00	4 211 121,00	3 510 003,00
2007	13 494 128,00	4 526 953,00	4 756 887,00	3 935 516,00
2008	12 654 885,00	3 186 362,00	3 396 447,00	2 765 866,00
2009	12 119 910,00	2 679 338,00	2 904 151,00	2 359 170,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

a w roku 2009 wyniosło 22%. Pisałem już niejednokrotnie, że ROE powyżej 15% to oznaka bardzo zadowalającej rentowności przy znacznych wielkościach kapitałów własnych — KGHM osiąga rentowność przewyższającą 15% systematycznie od roku 2003. Warto zwrócić uwagę na rozkład marży na sprzedaży. Zaznaczam, że w przypadku KGHM-u obliczałem dwa rodzaje marży na sprzedaży: marżę dla produktów oraz towarów i materiałów. Musiałem jednak zaniechać tego zabiegu, gdy w roku 2005 spółka zmieniła formę prezentacji danych w sprawozdaniach finansowych, uznałem więc, że obliczanie łącznej marży na sprzedaży jest zupełnie wystarczające. Bardzo ciekawym zjawiskiem jest większa marża na sprzedaży towarów i materiałów w stosunku do marży produktów w latach 1998 – 1999 oraz w latach 2002 – 2003. Przełom stuleci był dla KGHM-u okresem trudniejszym niż ostatnie lata, dlatego

Tabela 17.2. *Zyskowność KGHM-u (w %)*

Lata	ROE	Marża na sprzedaży produktów	Marża na sprzedaży towarów i materiałów	MEBIT	MEAT
1995	14,07	65,20	21,63	21,56	13,87
1996	4,02	33,43	16,66	10,98	4,22
1997	11,42	47,78	7,35	19,93	10,54
1998	3,49	22,22	27,27	4,88	3,32
1999	–0,63	24,60	27,60	2,43	–0,50
2000	12,18	37,70	16,70	13,69	8,89
2001	–25,03	18,00	16,00	–9,66	–15,80
2002	–6,98	17,90	21,10	–2,64	–4,07
2003	19,44	27,40	30,50	14,46	12,10
2004	26,11	49,40	34,30	20,45	19,48
2005	33,16	60,50[2]	Brak	28,37	23,34
2006	42,48	65,70	Brak	32,43	27,29
2007	41,42	78,10	Brak	33,55	29,16
2008	25,18	49,00	Brak	25,18	21,86
2009	22,21	53,00	Brak	22,11	19,47

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

i rozkład marży na sprzedaży jest nietypowy. Ogólnie rzecz biorąc, marża na sprzedaży produktów powinna być znacznie wyższa niż marża na sprzedaży towarów i materiałów. Jeśli jest odwrotnie, może to oznaczać trudności spółki, która posiłkuje się sprzedażą towarów i materiałów. Jeżeli taki stan utrzymuje się przez dłuższy okres, inwestor powinien zwrócić na to szczególną uwagę. Od roku 2005 wyliczam łączną marżę na sprzedaży, która średnio wynosi około 50%, co jest świetnym wynikiem. Marża operacyjna jest o około połowę niższa niż marża na sprzedaży,

[2] W 2005 roku w związku ze zmianą formy prezentacji danych spółki zaprzestałem oddzielnego obliczania marż dla sprzedaży produktów oraz towarów i materiałów. Dalsze wartości odnoszą się do łącznej marży na sprzedaży produktów, towarów i materiałów.

co jest spowodowane uwzględnianiem kosztów sprzedaży i zarządu. Marża zysku netto oscyluje w granicach marży operacyjnej, a zatem spółka nie ponosi znaczących kosztów finansowych oraz nie doświadcza strat nadzwyczajnych. Wysoka marża na sprzedaży, której towarzyszą wysokie ROE oraz równie wysokie pozostałe marże, sprawia, że rentowność spółki jest wprost świetna, jeśli zestawić ją z wielkością kapitału własnego. KGHM to bezpieczna finansowo i bardzo dochodowa spółka.

Wskaźniki zadłużenia oraz płynności przedstawione w tabeli 17.3 są wprost idealne. Zestawienie zadłużenia długoterminowego z poziomem kapitału własnego obrazuje wskaźnik Zad/Kw, który w ostatnich latach nie przekraczał poziomu 20%, co jest bardzo korzystne. W latach 2002 – 2003 wielkość zadłużenia w stosunku do kapitału własnego chwilowo wzrosła w związku z ponoszonymi wtedy nakładami inwestycyjnymi. Stosunek kapitału własnego do aktywów przez **większą** część tego okresu nie spadł poniżej 60%, czyli preferowanej przeze mnie wartości granicznej. W latach 2001 – 2003 ponoszone nakłady inwestycyjne znalazły odzwierciedlenie nie tylko we wskaźniku Zad/Kw, ale również we wskaźniku Kw/A. KGHM w roku 2009 w 70% finansował swój majątek z własnych środków. Na przestrzeni 15 lat działalności zdarzały się jednak lata, kiedy spółka w znacznie większym stopniu finansowała majątek własnymi kapitałami, na przykład w roku 1995 było to 90%. Ogólny poziom kapitału własnego oraz zadłużenia jest utrzymywany na bezpiecznym poziomie w stosunku do prowadzonej działalności. Kapitał obrotowy netto na przestrzeni 15 lat zwiększył się z 1,2 mld zł do prawie 3 mld zł. Wartość kapitału obrotowego netto wykazywała chwilowo wartość ujemną w roku 2001, który jak już wiemy, należał do chudszych. Wskaźnik płynności bieżącej znajdował się w dopuszczalnych granicach, to znaczy w przedziale 1,5 – 2, jeśli nie liczyć przełomu stuleci. W ostatnich trzech latach obrotowych, czyli 2007 – 2009, wskaźnik ten przyjmuje wartości powyżej 2, co jest pozytywnym znakiem i ostatecznym potwierdzeniem dobrej sytuacji płynnościowej spółki.

W tabeli 17.4 znajdują się wartości cykli. Pisałem przy okazji omawiania cyklu konwersji gotówki, że bardzo pożądane przez inwestorów mogą być wartości ujemne, jeśli nie są one wywołane negatywnymi czynnikami. Wartości ujemne CKG w latach 2000 – 2005 pokrywają się

Tabela 17.3. *Zadłużenie i płynność KGHM-u*

Lata	Zad/Kw (%)	Kw/A (%)	G/ZK3 (%)	Płynność bieżąca	Kapitał obrotowy netto (tys. zł)
1995	0,31	90,09	84,42	4,93	1 244 516,20
1996	0,33	82,02	40,06	3,45	1 114 397,80
1997	0,84	76,80	53,42	2,31	1 004 046,00
1998	1,48	76,66	49,26	2,39	966 590,00
1999	0,62	68,57	31,45	2,75	1 004 323,00
2000	7,70	54,87	10,04	1,05	85 318,00
2001	7,93	39,54	4,57	0,61	–1 165 770,00
2002	39,46	38,95	11,15	1,04	71 062,00
2003	41,76	40,74	24,56	1,29	573 865,00
2004	0,96	57,38	24,37	1,34	739 343,00
2005	24,08	57,54	58,44	1,31	996 124,00
2006	18,66	63,59	72,85	1,82	2 613 568,00
2007	18,01	70,36	125,14	2,48	3 323 873,00
2008	16,84	73,22	95,29	2,70	3 688 983,00
2009	18,55	71,31	51,99	2,21	2 780 508,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki

z gorszymi niż oczekiwane wartościami innych, już omówionych wskaźników, przez co nie można pozytywnie zinterpretować ujemnych wartości CKG. Niemniej ogólna długość cyklu konwersji gotówki spadła z prawie 70 dni w roku 1995 do około 40 dni w roku 2009, co oznacza, że spółka potrzebuje na krótszy okres dodatkowych środków zewnętrznych, aby zapewnić ciągłość zarządzania aktywami. Cykl należności wahał się w granicach od 1 do 1,5 miesiąca i raczej nie przekraczał cyklu zobowiązań, który zasadniczo był dłuższy. W trzech ostatnich latach, 2007 – 2009, widać, że cykl zobowiązań jest dłuższy od cyklu należności o 20 – 40 dni.

[3] Jest to stosunek poziomu gotówki do zobowiązań krótkoterminowych.

Tabela 17.4. *Cykle konwersji gotówki wraz ze składowymi (w dniach)*

Lata	Cykl konwersji gotówki	Cykl zapasów	Cykl należności	Cykl zobowiązań
1995	67,29	58,61	39,86	31,18
1996	72,01	78,96	40,21	47,16
1997	37,52	67,62	33,28	63,37
1998	49,70	72,19	36,30	58,79
1999	59,19	68,21	36,78	45,80
2000	–15,23	58,76	42,24	116,23
2001	–101,79	73,19	42,62	217,61
2002	–25,55	62,68	50,42	138,65
2003	–29,09	58,18	42,83	130,10
2004	–18,38	52,60	38,62	109,60
2005	–42,60	50,31	37,01	129,92
2006	–0,26	50,19	39,95	90,41
2007	11,64	47,19	25,23	60,78
2008	26,31	46,39	42,45	62,53
2009	39,47	62,41	46,40	69,34

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

Podsumowując kondycję finansową KGHM-u, mogę bez żadnych wątpliwości powiedzieć, że jest ona świetna. Przedstawione wartości wskaźników są niewątpliwie korzystne i na ich podstawie można śmiało uznać, że spółka należy do grona „wspaniałych spółek". KGHM wykazuje duże przychody i zyski, posiada świetną płynność, niskie zadłużenie i znaczne zasoby gotówki. Wysoka marża na sprzedaży oraz korzystne cykle aktywów obrotowych sprawiają dodatkowo, że KGHM jest podmiotem niesamowicie stabilnym.

Sytuacja branżowa

KGHM działa w branży metalowej, zajmuje się wydobyciem i przetwórstwem miedzi. Analizę branży należy rozpocząć od oszacowania przy-

szłego popytu. W przypadku tej spółki korzystałem z dwóch tendencji: kształtowania się cen miedzi oraz wielkości jej zasobów. Cena miedzi wykazuje długoterminowy trend wzrostowy, natomiast jej złoża się kurczą. Miedź wydobyta jest praktycznie w całości przerabiana i wykorzystywana w takich branżach jak budownictwo czy elektronika. Popyt na miedź jest bardzo duży, a jej podaż maleje, co przekłada się na wzrost jej ceny w długim terminie i coraz większe zyski KGHM-u. Spółka zajmuje się również wydobyciem srebra, którego jest jeszcze mniej niż miedzi. Dotarłem do danych, z których wynikało, że przy obecnym tempie wydobycia srebro może się skończyć w ciągu dwóch następnych dekad! KGHM znajduje się w pierwszej dziesiątce spółek miedziowych na świecie oraz na drugim miejscu pośród spółek wydobywających i przetwarzających srebro. KGHM nie posiada w Polsce naturalnego konkurenta, co przekłada się na jego iście monopolistyczną pozycję. Obecnie KGHM wydobywa 500 tys. ton miedzi rocznie, a do roku 2018 chce zwiększyć wydobycie do 700 tys. ton rocznie. Słabym punktem KGHM-u w porównaniu z konkurencją są znaczne koszty wydobycia, które pomimo prób ich ograniczania rosną ze względu na sięganie do coraz głębiej położonych złóż. Niemniej z informacji spółki wynika, że jej najwięksi światowi konkurenci rozwijają się za pomocą fuzji i przejęć, a KGHM za pomocą wzrostu organicznego. W świetle takich informacji nie należy martwić się kosztami spółki, które są wyższe w porównaniu z konkurencją. Nic w tym dziwnego, jeśli spółka rozwija się organicznie, a konkurencja nie. KGHM działa zatem w branży, w której popyt na produkty jest bardzo duży i będzie rósł, więc sensownie jest się w nią zaangażować.

Zarządzanie

Po lekturze prospektu emisyjnego i sprawozdań finansowych muszę stwierdzić, że zarządowi spółki zależy na dbaniu o wartość dla akcjonariuszy. W swoich listach prezes nie ukrywa żadnych chwilowych niepowodzeń, przedstawia sytuację jasno i rzetelnie. Sprawozdania zarządu opisują minione lata przejrzyście. Gdy zauważyłem w sprawozdaniach finansowych dziwne na pierwszy rzut oka zmiany, z łatwością znajdowałem ich wyjaśnienie w sprawozdaniu zarządu i notach dodatkowych.

Bardzo ważna jest dla mnie słowność zarządu, która uwidaczniała się na przykład w systematycznej realizacji celów prospektowych spółki. Grupa kapitałowa spółki została znacząco zrestrukturyzowana w porównaniu do swojej wielkości z roku debiutu giełdowego (1998). Ponadto spółka podejmowała inwestycje (w przeszłości dość intensywne) w swoje moce produkcyjne. Spółce cały czas zależy na ograniczaniu kosztów wydobycia, co pomimo trudności stara się realizować.

Kiedy kupić akcje KGHM-u?

Obecnie (październik 2010 roku) ceny akcji spółki oscylują w przedziale 120 – 126 zł za sztukę. Wartość księgowa wynosi około 50 zł, co sprawia, że są one mocno przewartościowane. Minimum cenowe, jakie akcje tej spółki już osiągnęły w przeszłości, to około 30 zł i po takiej cenie warto by je kupować (rysunek 17.1).

Rysunek 17.1. *Notowania akcji KGHM-u*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu gielda.onet.pl.

Podsumowanie

Warren Buffett wskazuje trzy warunki, jakie powinny być spełnione przez spółkę, aby inwestor kupił akcje, które przyniosą mu duże zyski:

- spółka powinna być „wspaniała",
- spółka powinna być dobrze zarządzana,
- akcje spółki powinny być dostępne po rozsądnej cenie.

KGHM jest niewątpliwie wspaniałą spółką, zarówno pod względem finansowym, jak i branżowym, jest dobrze zarządzana, ale kiedy piszę te słowa, jej akcje nie są dostępne po rozsądnej cenie. Moim zdaniem rozsądna cena to przynajmniej 30 zł za jedną akcję, a najlepiej jeszcze mniej.

KGHM to spółka, która powinna się znaleźć w portfelu każdego inwestora preferującego podejście konserwatywne i ceniącego sobie bezpieczeństwo. Uważam też, że nawet bardziej agresywni inwestorzy powinni wyposażyć się w akcje tej spółki. W czasach ogólnego spadku wartości portfela akcje KGHM-u będą swoistym kołem ratunkowym, gdyż generują one całkiem sporą dywidendę, którą spółka w przeszłości dość często wypłacała. Wystarczą wolne zasoby gotówki, by kupić maksymalnie wiele akcji KGHM-u — oczywiście jeśli tylko będą one notowane po korzystnej cenie.

18.

Analiza spółki Teresa Medica[1]

Bardzo obiecującą spółką, o wiele mniejszą niż KGHM, ale również solidną, jest spółka Teresa Medica. Na polskiej giełdzie papierów wartościowych akcje tej spółki są notowane od 3 lat, czyli od roku 2007. W prospekcie emisyjnym można jednak znaleźć historyczne informacje z 3 lat poprzedzających debiut, to znaczy od roku 2004. Łączna historia wyników spółki obejmuje zatem 6 lat. Jest to co prawda mniej niż 10 lat, ale perspektywy rozwoju spółki oraz jej obecna kondycja finansowa z nawiązką rekompensują ten niedobór danych.

[1] Oficjalna nazwa tej spółki brzmi Pani Teresa Medica S.A. W książce używam skrótowej nazwy, tj. Teresa Medica, aby za każdym razem nie używać pełnego brzmienia.

Branża

Spółka działa w branży medycznej, w ochronie zdrowia (spółka jest notowana na GPW w sektorze farmaceutycznym). Zajmuje się produkcją i dystrybucją tekstylnych produktów leczniczych oraz prewencyjnych, na przykład pasów przepuklinowych, ciążowych czy opasek uciskowych. Asortyment spółki jest bardzo szeroki. Produkty Teresy Mediki cieszą się wśród użytkowników dużym uznaniem i są doceniane za swoją wysoką jakość — dzięki niej użytkownicy są skłonni zapłacić więcej niż za produkty konkurencji. Spółka zasadniczo istnieje od roku 1990, kiedy została założona jako firma rodzinna w formie spółki cywilnej. Później została przekształcona w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością, a wreszcie w spółkę akcyjną, która zadebiutowała na GPW w Warszawie. Od samego początku spółka kontrolowana jest przez jedną rodzinę. Obecnie zasiadająca w radzie nadzorczej córka założycielki, Anna Sobkowiak, posiada ponad 90% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, co pozwala jej pilnować rodzinnego interesu. Uważam, podobnie jak Walter Schloss, że jeśli organy zarządcze lub nadzorcze posiadają pakiety akcji spółki, którą zarządzają, będzie im zależało, aby dbać o jej wartość. Potencjalnymi użytkownikami produktów spółki są ludzie w zasadzie w każdym wieku — od młodzieży, poprzez ludzi w wieku średnim, aż po seniorów. Świadomość zdrowotna społeczeństwa polskiego stale wzrasta, przez co i zapotrzebowanie na produkty prewencyjne jest coraz większe. Poza tym społeczeństwo polskie się starzeje. Nie są to procesy jeszcze tak zaawansowane jak w państwach rozwiniętych, jednak tej tendencji nasz kraj nie umknie. Teresa Medica posiada 51% spółki zależnej, Megasenior Sp. z o.o., która zajmuje się dystrybucją sprzętu medycznego, również Teresy Mediki, właśnie pośród osób starszych. Teresa Medica posiada bardzo stabilną sieć dystrybucji — w każdym województwie znajduje się przynajmniej jeden punkt dystrybucyjny spółki. Rozprowadza ona swoje produkty głównie do aptek i hurtowni. Z danych spółki wynika, że posiada naprawdę wysoki udział w rynku medycznym produktów tekstylnych w Polsce, bo 30%. Uważam, że z punktu widzenia branży, w jakiej spółka działa, jest ona podmiotem bardzo wartościowym, o dużym potencjale i stabilnej pozycji rynkowej.

Zarząd

Zarząd, podobnie jak w przypadku KGHM-u, jest słowny, gdyż sukcesywnie realizował wszystkie cele wyznaczone w prospekcie emisyjnym. W 2009 roku spółka zrealizowała ostatni z omawianych celów: przejęcie podmiotu z branży, czyli spółki Megasenior Sp. z o.o. Oprócz tego na jakość zarządzania ma moim zdaniem duży wpływ pani Sobkowiak zasiadająca w radzie nadzorczej. Wynagrodzenia zarządu są bardzo rozsądne. W 2009 roku prezes otrzymał łącznie około 380 000 zł, a wiceprezes około 100 000 zł. Jak widać, jest to mniej, niż zarabia w ciągu miesiąca prezes niejednej spółki giełdowej.

Po zapoznaniu się z danymi zawartymi w sprawozdaniach finansowych oraz w prospekcie emisyjnym uważam, że spółce zależy na dbaniu o wartość dla akcjonariuszy, zarząd troszczy się najpierw o biznes, którym zarządza, a akcjonariusze są traktowani jak partnerzy. Poza tym branża, w której działa spółka, jest niesamowicie perspektywiczna.

Kondycja finansowa (dane jednostkowe)

Podobnie jak KGHM, również i ta spółka wykazała na przestrzeni analizowanego okresu bardzo duży wzrost aktywów ogółem, co pozytywnie świadczy o jej rozwoju. Widać również, że wzrosły należności krótkoterminowe (tabela 18.1a), zobowiązania krótkoterminowe (tabela 18.1b) oraz aktywa obrotowe i zapasy. Był to rezultat systematycznego zwiększania przychodów ze sprzedaży oraz zysku netto. Spółka posiada bardzo dużo kapitału własnego w stosunku do aktywów i zobowiązań (tabela 18.3). Wielokrotnie w sprawozdaniach finansowych zarząd powtarzał, że inwestycje oraz rozwój spółki są dokonywane ze środków własnych. Teresa Medica nawet bardziej niż KGHM cechuje się wysokim stopniem niezależności finansowej, co według mnie jest bardzo korzystne w przypadku kryzysów finansowych, kiedy to koszt obsługi głównie kredytu wzrasta.

Tabela 18.1a. *Najważniejsze pozycje aktywów Teresy Mediki (w tys. zł)*

Lata	Aktywa	Aktywa obrotowe	Zapasy	Należności krótko-terminowe	Gotówka
2004	4873,00	1977,00	420,00	796,00	758,00
2005	5792,00	1952,00	487,00	897,00	534,00
2006	9317,00	2932,00	1057,00	1211,00	641,00
2007	18 889,00	9075,00	2483,00	1714,00	4862,00
2008	19 136,00	8074,00	3326,00	1853,00	2773,00
2009	21 189,00	10 180,00	3600,00	2016,00	4501,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

Tabela 18.1b. *Najważniejsze pozycje pasywów Teresy Mediki (w tys. zł)*

Lata	Kapitał własny	Zobowiązania długoterminowe	Zobowiązania krótkoterminowe
2004	4364,00	126,00	346,00
2005	5168,00	27,00	551,00
2006	6033,00	2041,00	1189,00
2007	13 926,00	1637,00	3258,00
2008	16 171,00	1266,00	1652,00
2009	18 117,00	679,00	2268,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

Tabela 18.1c. *Najważniejsze pozycje zysków i przychodów spółki (w tys. zł)*

Lata	Przychody ze sprzedaży	EBIT	Zysk brutto	Zysk netto
2004	8601,00	2658,00	2635,00	2136,00
2005	9290,00	2826,00	2831,00	2291,00
2006	11 299,00	3378,00	3378,00	2748,00
2007	12 999,00	4571,00	4603,00	3661,00
2008	15 193,00	4213,00	4315,00	3510,00
2009	15 296,00	2470,00	2442,00	1959,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

Przyglądając się danym dotyczącym zysków oraz przychodów (tabela 18.1c), można zauważyć — pomimo wzrostu sprzedaży — spadek zysku netto w roku 2009 w stosunku do roku 2008. Spółka w sprawozdaniu za rok 2009 wyjaśniła, że było to spowodowane głównie niekorzystnym kształtowaniem się kursu EUR/PLN z punktu widzenia importerów surowców, do których spółka należy. Wzrost kosztów w ostatnim roku tłumaczyła także zatrudnieniem dodatkowego personelu w dziale sprzedaży.

Tabela 18.2. *Zyskowność Teresy Mediki (w %)*

Lata	ROE	MS	MEBIT	MEAT
2004	48,95	111,59	30,90	24,83
2005	44,33	119,41	30,42	24,66
2006	45,55	94,37	29,90	24,32
2007	26,29	54,03	35,16	28,16
2008	21,71	93,86	27,73	23,10
2009	10,81	71,00	16,15	12,81

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

Niekorzystny kurs walutowy odbił się w 2009 roku na rentowności kapitału własnego spółki, który wyniósł około 11% w porównaniu do 22% w roku 2008 i prawie 50% w roku 2004 (tabela 18.2). Marża na sprzedaży jest bardzo wysoka, jednak trochę niepokojącym sygnałem wydaje się wysokość marż operacyjnej i zysku netto. Wystarczy przeanalizować wartość marży operacyjnej, by zobaczyć, że spółka ponosi ostatnimi czasy dość spore koszty sprzedaży i zarządu. Jest to w zasadzie jedyny negatywny czynnik, który stale obserwuję. Na podstawie sprawozdania za pierwszy kwartał 2010 roku stwierdziłem, że koszty te nie uległy zmniejszeniu, a zysk netto jest o około połowę niższy niż w pierwszym kwartale roku 2009. Nawet gdyby czasowo Teresa Medica wykazywała pogorszoną rentowność w stosunku do lat poprzednich, nie należy się tym przejmować, ponieważ prawdopodobnie będzie to tylko czasowe zjawisko, podobnie jak w przypadku KGHM-u na przełomie stuleci.

Zadłużenie spółki mierzone wskaźnikiem Zad/Kw jest prawie minimalne, natomiast zabezpieczenie finansowe spółki mierzone wskaźnikiem

Kw/A okazało się bardzo duże — w ostatnim roku wyniosła ponad 80%. Spółka posiada mnóstwo gotówki do regulowania swoich zobowiązań bieżących. Płynność spółki mogłaby być utożsamiana z nadpłynnością, ponieważ wskaźnik płynności z tabeli 18.3 przyjmuje wartości przekraczające nawet 4,5! Kapitał obrotowy netto sukcesywnie się zwiększał i wzrósł o ponad 6 mln zł w roku 2009 w stosunku do roku 2004. W żadnym roku kapitał ten nie wykazał wartości ujemnej, co należy uznać za pozytywny znak.

Tabela 18.3. *Zadłużenie i płynność spółki*

Lata	Zad/Kw (%)	Kw/A (%)	G/ZK2 (%)	Płynność bieżąca	Kapitał obrotowy netto (tys. zł)
2004	2,89	89,55	219,08	5,71	1631,00
2005	0,52	89,23	96,91	3,54	1401,00
2006	33,83	64,75	53,91	2,47	1743,00
2007	11,75	73,73	149,23	2,79	5817,00
2008	7,83	84,51	167,86	4,89	6422,00
2009	3,75	85,50	198,46	4,49	7912,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

Tabela 18.4. *Cykle konwersji gotówki wraz ze składowymi (w dniach)*

Lata	Cykl konwersji gotówki	Cykl zapasów	Cykl należności	Cykl zobowiązań
2004	36,92	17,82	33,78	14,68
2005	32,73	19,13	35,24	21,65
2006	34,86	34,15	39,12	38,41
2007	26,37	69,72	48,13	91,48
2008	84,73	79,90	44,52	39,69
2009	79,89	85,90	48,11	54,12

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółki.

[2] Jest to stosunek gotówki do zobowiązań krótkoterminowych.

Pozostaje nam jeszcze przeanalizować cykle zarządzania aktywami. Cykl konwersji gotówki oraz cykl zapasów (tabela 18.4) wyglądają trochę niepokojąco, ponieważ od roku 2004 wydłużają się. Cykl należności w stosunku do cyklu zobowiązań dość niekorzystnie kształtował się w latach sprzed debiutu, od 2004 do 2006 roku, ponieważ był dłuższy niż cykl zobowiązań. Dopiero od roku 2007 cykl zobowiązań wydłuża się, a nawet przekroczył cykl należności (z wyjątkiem roku 2008). Spółka ściąga należności po około 1,5 miesiąca, co nie jest jakimś niepokojąco długim czasem. Spłata zobowiązań następuje krótko po otrzymaniu należności. Muszę przyznać, że trochę mnie niepokoi obecna długość CKG oraz cyklu zapasów w porównaniu z wartościami z lat poprzednich. Z lektury sprawozdań finansowych wynika jednak, że spółka bardzo dobrze sobie radzi, a wydłużenie omawianych wskaźników jest raczej zmianą wynikającą z warunków branżowych, a nie z warunków finansowych spółki.

Kiedy kupować akcje?

Na rysunku 18.1 zaprezentowałem historyczne notowania akcji spółki. Początek notowań to debiut giełdowy, kiedy akcje kosztowały około 36 zł. Historyczne minimum plasuje się na poziomie niższym niż 10 zł. Obecna cena to około 15 zł, ja kupiłem akcje tej spółki po 18 zł. Wartość księgowa waha się w granicach 7 zł. Uważam, że cena akcji tej spółki może nie spaść długo poniżej wartości księgowej, dlatego cena, za którą ja dokonałem zakupu, jest i tak okazyjna. Obecnie warunki do zakupu akcji tej spółki są nader sprzyjające, można bowiem kupić je po rozsądnej cenie — za mniej, niż spółka jest w rzeczywistości warta.

Podsumowanie

Przyglądając się informacjom, które udało mi się zgromadzić na temat spółki Teresa Medica, uważam, że pomimo swoich mniejszych rozmiarów w stosunku do KGHM-u jest ona wspaniałą okazją inwestycyjną.

Rysunek 18.1. *Wykres notowań akcji spółki Teresa Medica (lipiec 2010).*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu gielda.onet.pl.

Branża, w której działa, jest bardzo perspektywiczna, zarząd jest rzetelny, kompetentny i co najważniejsze — słowny oraz uczciwy. Kondycja finansowa spółki (szczególnie jej płynność oraz poziom zadłużenia) jest bardzo stabilna i świetna, co rekompensuje pogorszone w ostatnim roku parametry rentowności spółki.

19.

Jak analizować spółki z rynku NewConnect?

Uwielbiam spółki notowane na rynku NewConnect i uważam, że jest on świetnym miejscem do pomnażania kapitału inwestycyjnego. Analitycy, komentatorzy i obserwatorzy rynków finansowych twierdzą, że inwestowanie na tym rynku oznacza zdecydowanie większe ryzyko dla inwestora niż kupno akcji spółek z głównego parkietu giełdy. Nie zgadzam się z tym stanowiskiem. Uważam, podobnie jak Robert Kiyosaki w swoich książkach, że ryzyko inwestycyjne tkwi w inwestorze, a nie w inwestycji. Inwestor, który ma głowę na karku i wie, co robi, wybierze takie spółki z rynku NewConnect, z którymi będzie czuł się pewnie i komfortowo. Pewność i komfort będą wynikały z wiedzy inwestora oraz słusznego oszacowania perspektyw rozwoju wybranych spółek. Sam posiadam akcje dwóch spółek z tego rynku i przyznaję, że dają mi one poczucie większego komfortu niż akcje spółek notowanych na głównym parkiecie. W moim przekonaniu bowiem perspektywy rozwoju tych spółek z rynku NewConnect są o wiele lepsze niż spółek z głównego parkietu.

Rynek NewConnect jest młody, ale bardzo dynamiczny, o czym świadczą kolejne debiuty. Jest on przeznaczony przede wszystkim dla spółek o krótkiej historii finansowej, znajdujących się często we wczesnej fazie rozwoju oraz dla start-upów. Start-up to przedsiębiorstwo rozpoczynające swoją działalność, co wielu inwestorów będzie utożsamiało oczywiście z większym ryzykiem. Tak czy inaczej, rynek NewConnect jest miejscem, gdzie inwestorzy mogą znaleźć sporo ciekawych okazji.

Analiza spółki z rynku NewConnect różni się od analizy spółki z rynku głównego. Zasadniczo jeśli spółka jest notowana na rynku NewConnect już przez dłuższy czas i ma rozwinięty swój biznes, analiza jej finansów i zarządu ograniczy się do tych samych kryteriów, jakie stosuje się w odniesieniu do spółek z głównego parkietu. Problem pojawia się w przypadku przedsiębiorstw we wczesnej fazie działalności oraz start-upów. Wówczas największe znaczenie mają branżowe perspektywy rozwoju oraz ludzie tworzący spółkę. Posiadam dwie spółki, które mimo że funkcjonują od dwóch i trzech lat, wciąż znajdują się naprawdę w bardzo wczesnej fazie rozwoju. W przypadku start-upów zawartość bilansu oraz rachunku zysków i strat ma mniejsze znaczenie, dlatego że w tych dokumentach jest bardzo mało danych. Sposób analizowania spółek typu start-up notowanych na rynku NewConnect przedstawię na przykładzie spółek Serenity oraz Euroimplant.

Spółka Serenity jest pierwszą w Polsce spółką zamierzającą budować domy pogodnej starości, które ona określa mianem „domów troskliwej opieki dla osób starszych". Poznałem tę spółkę ponad dwa lata temu z artykułu opublikowanego na łamach miesięcznika „Forbes" oraz emisji prywatnej akcji za pośrednictwem rynku NewConnect. Znałem już wcześniej prognozy demograficzne dla Polski i Europy oraz miałem świadomość niedoboru tego typu instytucji na naszym rodzimym rynku. Badania przeprowadzone przez spółkę tylko potwierdziły moje stanowisko. Ogólnie wiadomo, że polskie społeczeństwo się starzeje, a prognozy demograficzne mówią, że do roku 2050 na 10 osób w wieku produkcyjnym może przypadać aż 5 w wieku poprodukcyjnym. Rynek zbytu dla usług Serenity jest więc potencjalnie bardzo duży. Kiedy zbierałem informacje o spółce, nie miałem dostępu do danych finansowych, które dowiodłyby, że spółka posiada dobrą kondycję finansową. Trudno w ogóle mówić o dobrej kondycji finansowej w przypadku start-upów.

Czytałem wszystkie informacje, które wpadły mi w ręce, a dotyczyły Serenity — przejrzałem dokładnie jej stronę internetową, komunikaty giełdowe i co ważne, materiały prasowe. Obejrzałem dwa materiały wideo z rozmowami przeprowadzonymi z prezesem przez TVN CNBC oraz TV Biznes. Zwróciłem uwagę również na kwalifikacje założycieli i członków zarządu, które okazały się różnorodne — od ekonomicznych i prawniczych po medyczne. Jako że dysponowałem danymi finansowymi tylko za jeden rok działalności spółki, nie mogłem na ich podstawie wysuwać zbyt rozbudowanych wniosków. Przede wszystkim więc skupiłem się na dokumencie informacyjnym, z którego dowiedziałem się tego, co było mi ostatecznie potrzebne — oprócz perspektyw branżowych oraz doświadczenia założycieli poznałem plany spółki oraz prognozy finansowe. W dalszej kolejności wykorzystałem sprawozdania finansowe do kontroli realizowanej strategii. Bardzo spodobało mi się stwierdzenie zarządu opublikowane w jednym z artykułów prasowych: prezes zaznaczył, że zależy zarówno jemu, jak i jego współpracownikom na budowaniu trwałej wartości dla akcjonariuszy oraz niewdawaniu się w żadną kreatywną księgowość. Spółka zdaje sobie sprawę z istnienia bardzo potężnych konkurentów z branży, takich jak na przykład brytyjski Four Seasons. Zarząd wie, że prędzej czy później spółki międzynarodowe zajmujące się opieką nad ludźmi starszymi pojawią się w Polsce. Serenity planuje na razie rozwój swojej pozycji rynkowej jako jedynego polskiego przedsiębiorstwa z branży, aby być może zostać przejętym w dalszej przyszłości przez większy podmiot. Prezes stwierdził, że lepiej jest nawiązać dużej międzynarodowej spółce współpracę z lokalnymi podmiotami, które mają już rozpoznanie rynku za sobą, niż rozpoczynać jego podbój od samego początku. Jest zatem tak, że spółka Serenity działa w branży, która na świecie jest warta bardzo dużo, a w Polsce dopiero raczkuje, przez co perspektywy jej rozwoju są naprawdę świetne. Poza tym zarządzana jest przez ludzi w średnim wieku, z doświadczeniem, którym zależy na wzroście organicznym swojego biznesu, a nie na kreatywnych trikach i manipulacjach. Zarząd posiada znaczne pakiety akcji spółki, co dodatkowo korzystnie wpływa na wartość dla zewnętrznych inwestorów. Plany emisyjne spółki są realizowane, ale następuje to z pewnym poślizgiem, co wiąże się między innymi z pozyskiwaniem dodatkowego finansowania. Tak czy inaczej, kupiłem akcje tej spółki w dość dużej liczbie, gdy ich cena wynosiła 0,27 zł.

Drugą spółką, której akcje postanowiłem nabyć, jest Euroimplant, przedsiębiorstwo działające w sektorze biotechnologicznym. Zacznę od perspektyw rynkowych — rysują się one nawet lepiej niż w przypadku Serenity. Otóż rynek biotechnologiczny jest w Europie zagospodarowany tyko w 2%, co prowadzi do oczywistych wniosków — wysokich zysków z inwestycji. Spółka jest dobrze zarządzana, podobnie jak Serenity, przez ludzi z branży, fachowców biotechnologów oraz osoby posiadające przygotowanie prawnicze i ekonomiczne. W skrócie można powiedzieć, że spółka zajmuje się na przykład technologią stosowaną do produkcji skóry, działa w zakresie inżynierii tkankowej. Cóż znaczy ten termin? Musiałem się przyłożyć: przetłumaczyłem różne dziwnie brzmiące terminy biologiczne, dzięki czemu wyłoniło się bardzo ciekawe rozwiązanie biznesowe. Mówiąc przystępniej, Euroimplant zajmuje się laboratoryjnym odtwarzaniem elementów ludzkiego ciała przy wykorzystaniu łatwego i szybkiego rozwiązania tkankowego. (Moje wyjaśnienie jest bardzo ogólne i proszę o wyrozumiałość, bo zapewne popełniłem niejeden błąd merytoryczny. Jako inwestorowi zależało mi jednak na koncepcyjnym zrozumieniu produktu i działalności spółki). Sztandarowym produktem spółki jest tzw. matryca tkankowa. Na stronie internetowej Euroimplantu można znaleźć wyjaśnienie tego wynalazku obfitujące w branżowy żargon, który dla osoby spoza środowiska biotechnologicznego jest całkowicie niezrozumiały. W skrócie konstruowanie matrycy tkankowej polega na wykorzystaniu szkieletu tkanki, który można sobie wyobrazić jako pewnego rodzaju rusztowanie po usunięciu z tkanki komórek ją tworzących. Tkanka, jak wiadomo z lekcji biologii, jest po prostu tworem powstałym z komórek. Tkanki, łącząc się między sobą, tworzą narządy. Jeśli zatem z tkanki usunęlibyśmy komórki, otrzymamy tylko jej szkielet — to on właśnie jest wykorzystywany przez Euroimplant. Szkielet ten zostaje uzupełniony o różnego rodzaju białka, na przykład odpowiedzialne za wzrost i przyleganie komórek do siebie. Taka matryca jest wszczepiana w skórę uszkodzoną przez czynniki zewnętrzne, po czym niczym magnes przyciąga do swojej struktury komórki macierzyste. Białka wszczepione do matrycy działają jak wspomagacze, przyspieszając proces regeneracji tkanki. Komórki macierzyste natomiast to takie twory przyrody, które umożliwiają wytworzenie w organizmie człowieka każdego rodzaju tkanki. Przyjmijmy, że nowotwór dokonuje zniszczenia różnych tkanek w ludzkim ciele. Wszczepienie komórek macierzys-

tych powoduje, że zaczynają one te zniszczone tkanki odbudowywać. Komórki macierzyste są pozyskiwane z płynu pępowinowego i przechowywane w specjalnych warunkach. Każdy, gdyby jego rodzice pomyśleli o tym odpowiednio wcześnie, mógłby posiadać w specjalnym laboratorium komórki macierzyste. Ich przechowywanie rzecz jasna kosztuje i to podobno całkiem sporo, dlatego nie wszyscy mogą sobie pozwolić na taki luksus. Poza tym Euroimplant twierdzi, że wykorzystanie komórek macierzystych w tradycyjny sposób jest powolne i mało wygodne. Firma opracowała zatem produkt, który jest tańszy i szybszy w działaniu. Wiele osób cierpi z powodu choćby oparzeń skóry, więc matryca tkankowa spółki Euroimplant mogłaby pomóc w odbudowie uszkodzonej przez oparzenie skóry. Jako inwestor zobaczyłem w tej spółce niesamowity potencjał — bazowałem nie tylko na oficjalnych statystykach potwierdzających małe zagospodarowanie rynku biotechnologicznego, ale również na obserwacji zjawisk zachodzących wokół mnie. Zanim zdecydowałem się kupić akcje Euroimplantu, analizowałem jeszcze inną spółkę, Read Gene. Jest to spółka z branży genetycznej. Postanowiłem ostatecznie z niej zrezygnować, ponieważ branża ta jest podzielona pomiędzy liczące się światowe koncerny medyczne, ponadto jest silnie konkurencyjna, a produkt oferowany przez Read Gene nie nada się według mnie do doraźnego i powszechnego użycia, dopóki w świadomości odbiorców tego typu produktów, czyli nas wszystkich, nie zajdą pewne zmiany. Natomiast matryca tkankowa Euroimplantu jest produktem, który może być wykorzystany już dzisiaj. Wątpię, żeby osoby, które stać na fachową regenerację uszkodzonych tkanek, nie skorzystały z tego rozwiązania.

W przypadku start-upów nie ma sensu obliczanie typowych wskaźników analizy finansowej, które opisałem we wcześniejszych rozdziałach, gdyż uzyskiwane tak wartości nie będą się mieściły w żadnych dopuszczalnych granicach. Tym, na co należy zwrócić uwagę w poniższych tabelach (19.1 – 19.3), jest przede wszystkim wzrost aktywów (tabela 19.1) oraz zwiększająca się strata netto (tabela 19.3). Straty ponoszone przez spółkę mają jednak pozytywne znaczenie. Widać, że spółka praktycznie nie osiąga jeszcze przychodów z własnej działalności, a powiększająca się strata jest dowodem na ponoszenie coraz wyższych kosztów. Bardzo trudno jednoznacznie stwierdzić, czy jest to obecnie sytuacja

korzystna, zwłaszcza w oderwaniu od realiów działalności spółki. Otóż Euroimplant zamierza już pod koniec 2010 roku otworzyć nowoczesne laboratorium produkcyjne, tak więc koszty ponoszone przez spółkę związane są właśnie z wyposażeniem tego laboratorium. Zdecydowanie pozytywnym znakiem jest niewykorzystywanie zadłużenia długoterminowego (tabela 19.2), spółce udało się bowiem pozyskać środki przede wszystkim z emisji akcji, a później z różnych programów pomocowych realizowanych z pieniędzy unijnych. Ostatecznie spółce udało się sfinansować swoje zamierzenia i konsekwentnie je realizować.

Tabela 19.1. Najważniejsze wielkości aktywów spółki (w tys. zł)

Lata	Aktywa	Aktywa obrotowe	Zapasy	Należności krótkoterminowe	Gotówka
2007	1001,46	862,78	107,42	337,01	418,36
2008	10 071,15	4020,23	0,00	1331,54	2680,74
2009	8879,00	1562,00	302,40	460,41	787,05

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki.

Tabela 19.2. Najważniejsze wielkości pasywów spółki (w tys. zł)

Lata	Kapitał własny	Zobowiązania długoterminowe	Zobowiązania krótkoterminowe
2007	413,25	0,00	588,20
2008	9528,78	0,00	245,42
2009	8001,00	0,00	371,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki.

Tabela 19.3. Najważniejsze wielkości zysków spółki (w tys. zł)

Lata	Przychody ze sprzedaży	EBIT	Zysk brutto	Zysk netto
2007	233,06	–606,36	–606,75	–606,75
2008	33,86	–1519,13	–1318,49	–1318,49
2009	305,56	–1539,00	–1528,00	–1528,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki.

W przypadku start-upów trzeba obowiązkowo zajrzeć do rachunku przepływów pieniężnych, szczególnie do sekcji „przepływy z działalności inwestycyjnej", aby sprawdzić, ile spółka wydaje na inwestycje, tak niezbędne do rozwoju, oraz do sekcji „przepływy pieniężne z działalności finansowej", z której inwestor dowie się, skąd spółka pozyskuje środki pieniężne. Wróćmy na chwilę do analizy znaków przepływów pieniężnych: start-upy wykazują ujemne przepływy z działalności operacyjnej i inwestycyjnej oraz dodatnie przepływy z działalności finansowej. Tak też jest w przypadku Euroimplantu.

Podsumujmy nasze rozważania: inwestor chcący kupić akcje spółki znajdującej się we wczesnej fazie rozwoju powinien podejść do jej analizy w sposób niekonwencjonalny. Po pierwsze największe znaczenie mają perspektywy rozwoju branżowego oraz założyciele zarządzający spółką. (Trudno ocenić, czy ważniejsza jest branża, czy założyciele, moim zdaniem jakość obu czynników jest znacząca i to na nich trzeba się skupić). Analiza finansowa spółek typu start-up nie powinna się opierać na typowych wskaźnikach, ale raczej na kontroli realizacji przyjętej strategii. Wykorzystanie opisanych już we wcześniejszych rozdziałach wskaźników finansowych można rozpocząć, gdy spółka zacznie uzyskiwać regularne przychody ze sprzedaży i stopniowo zwiększać swoją niezależność.

Chciałbym jeszcze dodać, że Euroimplant planuje zadebiutować na głównym parkiecie GPW, co również jest świetną okazją do zarobienia pieniędzy. Kupno akcji Euroimplantu po 0,43 zł było bardzo dobrą decyzją — dokonałem zakupu w okolicach historycznego minimum notowań akcji spółki. Jeśli Euroimplant rzeczywiście zadebiutuje, jego akcje zostaną wycenione podczas IPO na wiele więcej niż 0,43 zł. Przewiduję, że sprzedaż akcji Euroimplantu już podczas IPO przyniesie duże zyski, a to dopiero początek. Kupno akcji obu spółek, Serenity oraz Euroimplantu, uznaję za typowo długoterminową inwestycję, nie zamierzam jednak trzymać ich w nieskończoność. Przyjdzie moment, w którym będę się musiał ich pozbyć. Inwestowanie w start-upy w niczym nie przypomina bezpiecznego i konserwatywnego stylu inwestycyjnego Warrena Buffeta, z wyjątkiem stosowania koncepcji ceny niższej niż wartości — ale to już z Benjamina Grahama. Pieniądze zarobione na start-upach można przeznaczyć na kolejne inwestycje w tego typu spółki lub na kupno akcji spółek w rodzaju KGHM-u.

20.

Różne style inwestycyjne oparte na wartości

Poznając filozofię inwestycyjną Warrena Buffetta i Benjamina Grahama, odnosiłem wrażenie, jakby ci panowie faworyzowali inwestycje tylko w duże solidne podmioty o długiej, udokumentowanej historii wyników finansowych. Dopiero po lekturze książek *Portfel Warrena Buffetta* Roberta Hagstroma oraz *Pokonać giełdę* Petera Lyncha doszedłem do wniosku, że kupowanie akcji dużych i stabilnych spółek nie zawsze musi być słusznym rozwiązaniem. Po wielu przemyśleniach ostatecznie zdałem sobie sprawę, że tak naprawdę w inwestowaniu nie chodzi o określenie wyboru konkretnej okazji inwestycyjnej mianem złego lub dobrego, ale o skupienie się na wartości. Inwestorzy wszech czasów wybierali spółki wartościowe, płacąc za nie możliwie jak najmniej. Wszystkie opisane przeze mnie dotąd kryteria wyboru spółek przydają się w różnych podejściach inwestycyjnych. Dzięki analizie branży, zarządu oraz kondycji finansowej można wybierać nie tylko duże

podmioty o uznanej pozycji branżowej, ale również inne, na przykład obiecujące start-upy lub mniejsze spółki o stabilnych zyskach ze swojej działalności. Powtórzę jeszcze raz słowa Petera Lyncha:

Małe nie tylko jest piękne, ale bywa także dochodowe.

Środki masowego przekazu nagłaśniają każdy krok Warrena Buffetta, którego styl inwestycyjny polega na wyborze spółek o dużych rozmiarach. Odbiorcy takich informacji myślą, że jeśli człowiek jego pokroju działa w taki sposób, musi to być jedyne słuszne i najbardziej dochodowe podejście inwestycyjne. Tak jednak nie jest. Buffett po prostu lubi swoją strategię i dobrze się czuje, wybierając takie, a nie inne podmioty. Strategia Buffetta nie każdemu musi odpowiadać.

Pamiętam, jak po przeczytaniu książki napisanej wspólnie przez Roberta Kiyosakiego i Donalda Trumpa[1] obejrzałem krótkie wideo z wywiadem z autorami. Moją uwagę zwróciło stwierdzenie Roberta, że sposób inwestowania Warrena Buffetta jest dochodowy, ale zwracając się do Donalda i uśmiechając się przyjaźnie, powiedział: *My znamy szybsze*. Po zdobyciu odpowiedniej wiedzy i doświadczenia rzeczywiście uświadomiłem sobie, że podejście Warrena Buffetta jest dobre, ale bardzo powolne. Rozmawiałem z ludźmi chcącymi zająć się kupowaniem akcji spółek giełdowych, których odstraszał sposób inwestycyjny Buffetta, ponieważ oni nie mogli sobie pozwolić na wieczne zamrażanie pieniędzy oraz oczekiwanie wypłaty dywidendy. Jaka polityka dywidendowa panuje w spółkach giełdowych, każdy zapewne wie, a jeśli nie, to powiem tylko tyle, że z wyjątkiem kilku podmiotów praktycznie żadna. Poza tym inwestorzy dysponujący ograniczonymi środkami finansowymi, nawet w wysokości 100 tys. zł, otrzymywaliby średnio zadowalającą roczną dywidendę w przypadku większości wypłacających ją spółek notowanych na polskiej GPW. Gdy zastanowiłem się dłużej nad podejściem inwestycyjnym à la Buffett, zdałem sobie sprawę, że sam również nie dysponuję pokaźnymi zasobami gotówki i ten styl nie będzie dla mnie korzystny. Gdybym kupił pakiet akcji KGHM-u nawet po 10 zł i trzymał go na dobre i na złe, do końca życia, nigdy bym się nie wzbo-

[1] Donald J. Trump, Robert T. Kiyosaki, *Dlaczego chcemy, żebyś był bogaty?*, Instytut Praktycznej Edukacji, Osielsko 2008.

gacił i nie pomnożył w szybkim tempie swojego kapitału. Podejście Warrena Buffetta ma zatem jedną, ale bardzo poważną wadę — jest zbyt wolne jak na dzisiejsze czasy. Czy istnieją zatem inne podejścia inwestycyjne oparte na wartości? Jasne, że tak, sam korzystam przynajmniej z dwóch.

Na potrzeby tej książki wyróżniłem trzy podejścia inwestycyjne oparte na wartości, które stosuję obecnie lub które zastosuję w przyszłości:

- strategia „kup, trzymaj i nigdy nie sprzedawaj";
- podejście start-upowe, czyli „kup, trzymaj długo i kiedyś sprzedaj";
- sposób na niedowartościowane spółki, czyli „kup, trzymaj krócej i sprzedaj".

Obecnie stosuję drugie i trzecie podejście. Wykorzystanie pierwszego stylu inwestycyjnego postanowiłem zachować na później. Każde powyższe podejście ma wady i zalety, każde jest odpowiednie dla inwestora o różnym stopniu zamożności.

Strategia „kup, trzymaj i nigdy nie sprzedawaj" to styl inwestycyjny Warrena Buffetta polegający na kupnie dużego pakietu akcji we „wspaniałej spółce, dobrze zarządzanej, po rozsądnej cenie". Takie podejście można zastosować w odniesieniu do dużych spółek giełdowych, najczęściej blue chips. W Polsce takie spółki skupione są w indeksie WIG 20. Omawiana strategia sprawdziłaby się świetnie na przykład w KGHM-ie oraz PGE. Te dwie spółki są według mnie warte zainteresowania inwestorów długoterminowych. Dobrze zarządzane, posiadają uznaną pozycję branżową i stabilną kondycję finansową. Poza tym są to bezpieczne podmioty, z których można czerpać w miarę stały dochód w postaci dywidendy. Wadą tego podejścia jest wolne tempo oraz kosztowność. Aby opłacało się kupować akcje dla dywidendy, inwestor musiałby skalkulować, czy dywidenda znacząco przyczyniłaby się do poprawy jego finansów osobistych oraz w jakim stosunku pozostaje do ceny akcji. Kupno akcji dla dywidendy wymaga zainwestowania znacznych środków w spory pakiet akcji, kupno 1000 czy 2000 akcji nie będzie miało sensu. Warto byłoby kupić na przykład 50 000 lub 100 000 akcji, aby móc spokojnie cieszyć się podziałem dużych zysków stabilnych spółek.

Gdyby inwestor kupił pakiet akcji KGHM-u pod koniec roku 2008, kiedy odnotowały one swoje minimum cenowe, czyli 21,40 zł, to otrzymałby dywidendę za ten rok w wysokości 11,68 zł na akcję, co stanowi 54,58% wartości zakupu! Jest to bardzo duży zarobek i z samej dywidendy inwestor uzyskałby zwrot ponad połowy zainwestowanego kapitału. Policzmy jeszcze, ile inwestor musiałby posiadać gotówki na zakup różnych pakietów akcji KGHM-u po najniższej cenie oraz ile zarobiłby do dnia dzisiejszego na dywidendzie:

Dywidenda 2008: 11,68 zł

Dywidenda 2009: 3 zł

Pakiet 1000 akcji: 1000×21,40 zł = 21 400 zł, dywidenda: 1000×11,68 zł+1000×3 zł = 14 680 zł

Pakiet 5000 akcji: 5000×21,40 zł = 107 000 zł, dywidenda: 5000×11,68 zł+5000×3 zł = 73 400 zł

Pakiet 50 000 akcji: 50 000×21,40 zł = 1 070 000 zł, dywidenda: 50 000×11,68 zł+50 000×3 zł = 734 000 zł

Pakiet 100 000 akcji: 100 000×21,40 zł = 2 140 000 zł, dywidenda: 100 000×11,68 zł+100 000×3 zł = 1 468 000 zł

Jeśli inwestor chciałby, wzorem Warrena Buffetta, utrzymywać się z inwestycji, musiałby kupić pakiet co najmniej 5000 akcji KGHM-u i to po najniższej historycznie osiągalnej cenie, aby taka transakcja dawała dużo zarobić w porównaniu z wkładem własnym. Tak czy inaczej, wypłacona do dzisiaj dywidenda w wysokości 73 400 zł robi wrażenie, choć nie jest wielkością imponującą. Widać też, że kupno tak małego pakietu akcji, jakim jest pakiet 5000 papierów, pociąga za sobą znaczne koszty. Nie każdego inwestora stać na taki zakup w stabilnej spółce, jaką jest KGHM. Nie każdy inwestor posiada ponad 100 000 zł, aby pozwolić sobie na inwestycje. Duża rzesza inwestorów indywidualnych zaczyna swoje inwestycje często od sumy 10 000 zł lub nawet niższej. Jakie rozwiązanie wobec tego będzie dla nich najlepsze? Nie kupować akcji blue chipów. Po prostu.

Podejście start-upowe polega na kupnie akcji małej spółki (niekoniecznie start-upu), która wciąż znajduje się w początkowej fazie rozwoju i inwestycji. Spółka taka musi być rzetelnie zarządzana i działać w per-

spektywicznej branży, która jednak nie musi okazać się branżą perspektywiczną na wieczność. Podejście to wymaga sprzedaży akcji tej spółki w pewnym momencie, aby zrealizować zyski kapitałowe. W tym podejściu inwestor zarabia przede wszystkim na wzroście wartości akcji, który wynika głównie z warunków fundamentalno-zarządczo-branżowych, a nie spekulacyjnych. Trudno określić, kiedy najlepiej sprzedać akcje takiej spółki. Wszystko zależy od indywidualnych warunków branżowych oraz finansowych. Akcje jednych spółek przyniosą zysk za 10 lat, a innych już za 5 lat. Tak czy inaczej, radzę przetrzymać kupione tanio akcje spółek dobrze rokujących na przyszłość przynajmniej przez 5 lat. Podejście start-upowe stosuję w odniesieniu do dwóch spółek będących rzeczywiście start-upami: Serenity i Euroimplantu. Kupiłem dość pokaźne, jak na moje możliwości finansowe, pakiety akcji w tych spółkach, zapłaciłem za nie najmniej, jak się dało, i nie zamierzam się ich pozbywać. Przewiduję, że Serenity zacznie przynosić znaczące zyski w momencie, kiedy zrealizuje swoją pierwszą sztandarową inwestycję, czyli dom troskliwej opieki dla seniora. Spółka planuje wybudować pierwszy taki obiekt około 2013 roku, więc do tego czasu i prawdopodobnie nawet dłużej nie zamierzam dokonywać żadnych zmian w pakiecie posiadanych akcji tej spółki. Euroimplant już zdążył pozytywnie mnie zaskoczyć, ponieważ kurs akcji poszybował w miesiąc z 0,43 zł do 0,57 zł. To dopiero początek zysku Euroimplantu, na którym inwestorzy zarobią naprawdę dużo pieniędzy. Podejście start-upowe jest korzystne dla inwestorów dysponujących nawet niewielkimi środkami finansowymi i niemogących sobie pozwolić na ich długoterminową blokadę. Podejście start-upowe jest bardzo szybkie i dochodowe. Wiem, że okres 5 lat również dla wielu osób może się okazać zbyt długi, jednak zyski, które w tym czasie młode, obiecujące spółki mogą wypracować, są naprawdę ogromne. W podejściu tym również trzeba wykazać cierpliwość — okresowe załamania kursu mogą wystraszyć bardziej płochliwych inwestorów. Z doświadczenia jednak wiem, że jeśli inwestor odrobi lekcję i dokładnie zbada spółkę, dowie się o niej wszystkiego, czego tylko można, nie będzie się przejmował okresowymi załamaniami kursu akcji. Przypomnę jeszcze raz słowa Petera Lyncha:

Trzeba wiedzieć, jakie akcje się posiada i dlaczego. Argument „One muszą pójść w górę!" to za mało.

Inwestor z dużą wiedzą o spółce, której akcje posiada, zignoruje okresowe wahania spekulacyjne, bo szkoda czasu na zawracanie sobie nimi głowy.

Trzecie podejście polega na kupnie akcji spółek niedowartościowanych i sprzedaży ich o wiele szybciej niż w przypadku poprzedniej strategii. Spółki niedowartościowane muszą mieć perspektywy wzrostu. Wykorzystuję tę strategię w stosunku do spółek, w których wszystkie trzy parametry — dotyczące branży, zarządu i finansów — nie osiągają zadowalającego poziomu. Zastosowałem to podejście w przypadku dwóch spółek — Tauronu oraz Orlenu. Akcje obu kupiłem poniżej ich wartości księgowej, wskaźnik C/WK wynosił w momencie zakupu odpowiednio 0,55 oraz 0,77. Tauron działa w bardzo ciekawej branży, zależy mu na wartości i rozwoju, jednak kondycja finansowa tej spółki jest po prostu średnia. Warunki branżowe i zarządcze rekompensują trochę gorszą kondycję finansową. Tak czy inaczej, uważam, że Tauron jest silnie niedowartościowany, dlatego kupiłem mały pakiet akcji tej spółki. Natomiast Orlen posiada całkiem dobrą kondycję finansową, jednak jak dla mnie jest zanadto zadłużony, działa w branży paliwowej, którą określiłbym mianem „takiej sobie", a poza tym nie podoba mi się podejście zarządu do akcjonariuszy. Kondycja finansowa firmy z nawiązką rekompensuje perspektywy trudnej branży, jaką jest branża paliwowa, i postawę zarządu. W przypadku Orlenu — wzorem Petera Lyncha — przeprowadziłem dodatkowo pewne proste obliczenia. Zanim bowiem postanowiłem kupić akcje tej spółki, rozważałem zakup akcji Lotosu, które, podobnie do Orlenu, również są niedowartościowane. Lotos jest o wiele mniejszym podmiotem niż Orlen, jednak podejście zarządu do prowadzonej działalności okazuje się korzystniejsze dla akcjonariuszy. Niemniej uznałem, że nie chcę na dłużej wchodzić w branżę paliwową, a jedynie zarobić na niedowartościowaniu wspomnianych spółek, więc kryteria zarządcze pominąłem. Obie spółki działają w branży silnie konkurencyjnej z małymi marżami, dlatego zatrzymanie ich akcji na dobre i na złe byłoby pozbawione sensu, przynajmniej z mojego punktu widzenia. Obie spółki posiadają niezłą kondycję finansową, choć Lotos po zakończeniu realizacji swojego programu inwestycyjnego 10+ jest zadłużony. Skorzystałem zatem ze sposobu określa-

nia wartości, który Peter Lynch przedstawił w książce *Pokonać giełdę*. Metoda jest banalna, ale bardzo skuteczna.

Na początek postanowiłem z wykorzystaniem najbardziej aktualnych danych wyliczyć wartość księgową obu spółek — wyniosła ona 6 722 703 tys. zł dla Lotosu oraz 22 130 608 tys. zł dla Orlenu. Widać więc, że Orlen jest ponad 3 razy większy niż Lotos. Lotos posiada 313 stacji benzynowych, natomiast Orlen 1761. Podzieliłem wartość księgową obu spółek przez liczbę posiadanych stacji i otrzymałem następujące wyniki: 21 478 tys. zł w przypadku Lotosu oraz 12 567 tys. zł w przypadku Orlenu. Okazuje się, że wartość stacji ponad 3 razy większego Orlenu stanowi tylko 58% wartości stacji małego Lotosu! To bardzo mało, z tego powodu uznałem, że choćby na podstawie tylko takiego rozumowania można uznać Orlen za spółkę niedowartościowaną. Poza tym C/WK wynosi 0,77, a kurs akcji spółki cały czas wzrasta.

Nie zamierzam trzymać akcji Tauronu oraz Orlenu w nieskończoność. Pozbędę się ich, kiedy kurs akcji osiągnie przynajmniej wartość księgową, a jeśli będzie wykazywał nadal tendencję rosnącą, poczekam do momentu przewartościowania akcji tych spółek. Ze wszystkich trzech omówionych tu metod strategia kupna akcji niedowartościowanych pozwala zarobić pieniądze w najkrótszym czasie, jednak wielkość zysków z inwestycji niekoniecznie musi odpowiadać strategii start-upowej. W moim przypadku — o czym Czytelnik już wie — najbardziej sprawdza się druga strategia, dlatego właśnie nabyłem najwięcej akcji spółek, wobec których ją stosuję.

Jaką strategię zastosować w odniesieniu do spółki Teresa Medica? Myślę, że warto trzymać jej akcje naprawdę długo, przynajmniej 5 lat. Spółka ta — o czym jestem przekonany — działa w świetnej i dochodowej branży, a lata dużych zysków dopiero przed nią. Poza tym wypłaca ona dywidendę, więc nie widzę sensu pozbywania się jej akcji. Sam zamierzam je trzymać możliwie długo, nie wiem jednak, czy w nieskończoność, czy też kiedyś postanowię się ich pozbyć. Możliwe, że w momencie pojawienia się innej spółki, która da zarobić więcej niż Teresa Medica, sprzedam jej akcje i wejdę w inne przedsięwzięcie.

Opisane powyżej strategie odpowiadają mojemu podejściu do inwestowania. Tymczasem każdy powinien wypracować własne — mogą się one pokrywać z moimi, ale nie muszą. W skrócie wygląda to tak: najchętniej sięgam po akcje spółek dochodowych, dobrze zarządzanych i działających w perspektywicznych branżach; przyjmuję, że będę je posiadać od 5 do 10 lat. W nieskończoność jest sens oczywiście trzymać akcje spółek typu KGHM, natomiast krótkoterminowo, czyli przez 2 lub 3 lata lub krócej, trzymam przede wszystkim niedowartościowane akcje spółek o dobrej kondycji finansowej.

Podsumowanie

Uff, przebrnęliśmy wspólnie przez zawiłości inwestycyjne i nadszedł czas na podsumowanie. Najpierw chcę pocieszyć tych Czytelników, którzy uważają, że dla początkujących zaprezentowany przeze mnie materiał jest zbyt skomplikowany. Faktycznie, dla inwestora, który dopiero zaczyna swoją giełdową przygodę, zagadnienia przedstawione w tej książce stanowią naprawdę potężną dawkę informacji. Warto więc wracać do pewnych zagadnień i przyswajać je stopniowo. Chcącym zgłębić filozofię bogacenia się polecam zapoznanie się z pozycjami, które pojawiły się w przypisach i ostatecznie zostały zgromadzone w bibliografii. Ci inwestorzy, którzy mają już pewne doświadczenie giełdowe oraz finansowe, będą w stanie szybciej i łatwiej przyswoić opisane w książce zagadnienia. Czytelnicy, którzy będą mieli duże problemy z poukładaniem zdobytej wiedzy, powinni na początku sami przeprowadzić wstępną selekcję spółek w oparciu o kryterium rentowności, płynności oraz zadłużenia (o czym pisałem w rozdziałach 4., 5., 6. oraz 7.). Zalecam eksperymentowanie z różnymi wskaźnikami i samodzielne poszukiwanie spółek — do książki zawsze przecież można zajrzeć w celach porównawczych. Ważna jest stopniowa nauka inwestowania oraz rozpoczęcie praktykowania w momencie uznania poziomu wiedz za satysfakcjonujący. Skąd jednak inwestor ma wiedzieć, że może zaufać swojej wiedzy? Dowie się o tym w momencie, kiedy czytając sprawozdania finansowe,

zacznie odczuwać zadowolenie z tego, co robi, i będzie rozumieć niejasne wcześniej zależności. Jeśli inwestor osiągnie poziom wiedzy i umiejętności pozwalający zaufać samemu sobie, bardzo łatwo się w tym zorientuje.

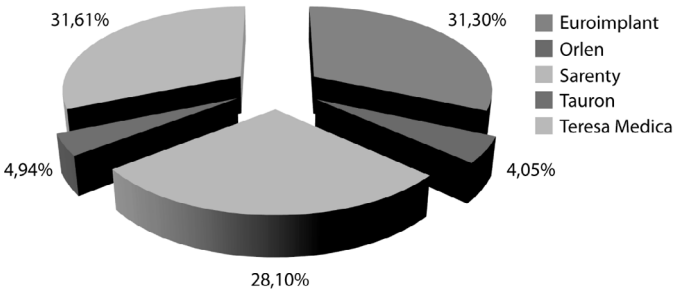
W książce zaprezentowałem wiele informacji, jednak tym, co jest kluczowe dla początkującego inwestora, są przede wszystkim zasady dotyczące bogacenia się. W przypadku spółek giełdowych należy dobrze przyswoić sobie podejście polegające na zakupach promocyjnych. Tak jak każdy z nas cieszy się z wyprzedaży w supermarketach, tak inwestorzy są wniebowzięci, gdy nadchodzi giełdowa bessa. Przyswojenie sobie takiego sposobu myślenia jest podstawą, bez niego nawet najdokładniejsze omówienia zagadnień stricte technicznych na nic się nie zdadzą. Potem proponuję dokładne poznanie zagadnienia wstępnej selekcji oraz moich kryteriów wyszukiwania spółek giełdowych spośród dużej liczby okazji inwestycyjnych. Takie podejście pozwala znacznie zaoszczędzić czas, którego każdy z nas ma coraz mniej. Bardzo ważną umiejętnością, bez której inwestor nie byłby w ogóle inwestorem, jest umiejętność czytania sprawozdań finansowych i to jej doskonaleniu należy poświęcić się bez reszty. Pierwsze czytanie sprawozdania finansowego przyprawi pewnie nowicjusza o ból głowy — tabele z liczbami i duża ilość tekstu odstraszają wiele osób. Radzę więc potraktować na początku czytanie sprawozdań finansowych jak zabawę, a z czasem okaże się, że coraz więcej zagadnień staje się zrozumiałych. (Ja nie miałem takiego szczęścia jak Czytelnik tej książki, który w razie wątpliwości może porównać swoje wyniki poszukiwań i analiz z moimi. Sam musiałem się zastanawiać, czy spółki, które znalazłem, są coś warte, czy też nie). Zalecam też czytanie tej książki do skutku, to znaczy nie tylko jeden raz, ale dwa i trzy razy, a nawet więcej. Czytelnik, któremu zależy na zgłębieniu i zrozumieniu rzemiosła inwestycyjnego, będzie studiował i analizował tę książkę możliwie najdokładniej, co zaowocuje w przyszłości dużymi zyskami. Początkowo trudny materiał inwestycyjny okaże się bardzo łatwy, gdy zostanie zrozumiany i zastosowany w praktyce.

Chciałbym też przestrzec, szczególnie początkujących inwestorów, przed czytaniem rekomendacji analityków oraz słuchaniem wiadomości biznesowych. Dopóki inwestor nie zacznie ufać swojej wiedzy i umiejęt-

nościom, lepiej niech porzuci zagłębianie się w ten natłok informacji finansowych. Pamiętam, że na początku inwestowania, za każdym razem gdy przeczytałem lub usłyszałem wiadomość o pogarszającym się stanie gospodarki lub o spadkach notowań, drżałem i zgrzytałem zębami, co okazało się zupełnie niepotrzebne. Teraz mogę przyjmować nawet najbardziej pesymistyczne wiadomości i nic sobie z nich nie robię, powiem więcej, pesymistyczne dane napawają mnie bardzo dużym optymizmem, bo w sytuacji pogarszającej się koniunktury dostrzegam nieskończone możliwości inwestycyjne. Ponieważ jednak nie zawsze tak było, odradzam początkującym inwestorom skupianie się na różnych doniesieniach ze świata finansów i biznesu.

Ważne jest, aby regularnie doglądać swojego portfela inwestycyjnego. Doradzam kwartalną kontrolę jego stanu pod kątem sytuacji finansowej posiadanych spółek. Po zakończeniu każdego kwartału spółki publikują odpowiednie sprawozdania finansowe, z których inwestorzy dowiedzą się o postępach w biznesie. Ogólnie rzecz biorąc, czytanie sprawozdań kwartalnych, półrocznych i rocznych powinno być głównym zajęciem każdego inwestora, a już na pewno tego początkującego. Poza tym warto — sam tak robię — w odstępach kwartalnych dokonywać wyceny swojego portfela inwestycyjnego i sprawdzać, jaki jest jego stan pod względem wartości jako całości oraz pod kątem wartości poszczególnych spółek (patrz rysunek P.1). Zmiany oczywiście notuję w arkuszu kalkulacyjnym, aby mieć zawsze wgląd w postępy inwestycyjne. Doradzam również bieżące zapoznawanie się z komunikatami giełdowymi posiadanych spółek, choć nie jest to konieczne. Osoby dysponujące większą ilością wolnego czasu zapewne chętniej będą śledziły wydarzenia w swoich spółkach niż ludzie, którzy tego czasu posiadają mniej. Najrozsądniejszym wyjściem jest zapisanie się do newslettera spółki z poziomu jej strony internetowej, dzięki czemu inwestor będzie otrzymywał wprost na swoją skrzynkę mailową informacje o najświeższych wydarzeniach w spółce.

Powyższy wykres przedstawia aktualny skład mojego portfela inwestycyjnego. Jak widać, największy udział mają w nim spółki Euroimplant oraz Teresa Medica. Na drugim miejscu znajduje się Serenity, natomiast Orlen oraz Tauron mają znaczenie marginalne. Ogółem posiadam akcje



Rysunek P.1. *Skład mojego portfela inwestycyjnego — stan na sierpień 2010 roku*

pięciu spółek, co wydaje mi się rozsądną liczbą. Posiadanie w swoim portfelu większej grupy spółek ma sens, jeśli inwestor jest w stanie śledzić jednocześnie sytuacje w nich wszystkich. Trzeba pamiętać, że im więcej spółek w portfelu, tym więcej pracy pod koniec każdego kwartału, półrocza oraz roku. Inwestor może leniuchować przez cały kwartał, ale później będzie musiał się zmobilizować i zapoznać się z najbardziej bieżącymi wynikami swoich spółek. Należy o tym pamiętać.

Dziękuję wszystkim Czytelnikom za to, że zechcieli zapoznać się z zawartością tej książki. Będę szczególnie usatysfakcjonowany, jeśli zawarte w niej informacje komuś się przydadzą. Na zakończenie pozostaje mi życzyć wszystkim inwestorom wysokich zysków. Powodzenia.

A

Co łączy Keynesa z inwestycjami?

Na pierwszym roku studiów uczęszczałem na wykłady poświęcone zagadnieniom ekonomicznym, zarówno w ujęciu mikro, jak i makro. Mikroekonomia zajmuje się badaniem zjawisk ekonomicznych w mikroskali, dotyczących takich podmiotów jak gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa. Natomiast makroekonomia zajmuje się zagadnieniami dotyczącymi tzw. podmiotów zagregowanych, czyli swego rodzajów tworów powstałych z połączenia większej liczby mniejszych jednostek będących przedmiotem badań mikroekonomii. Przykładem typowego podmiotu zagregowanego jest państwo, składa się bowiem z dużej liczby gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W dużym uproszczeniu można powiedzieć, że makroekonomia zajmuje się takimi zagadnieniami jak PKB, bezrobocie czy inflacja. Mikroekonomii poświęcony był semestr pierwszy, natomiast zagadnieniami makroekonomicznymi zajmowałem się w drugim semestrze. We wstępach teoretycznych do obu przedmiotów wykładowcy nakreślali krótką historię myśli ekonomicznej — od czasów starożytnych do współczesności. W związku z tym miałem okazję poznać takich ekonomistów jak Friedman czy Keynes. W niniejszym dodatku skupię się na postaci Johna Maynarda

Keynesa, XX-wiecznego ekonomisty, a ściślej na pewnym epizodzie w jego życiu, zupełnie przemilczanym przez współczesną ekonomię.

O Keynesie ekonomiście wszyscy przypominają sobie zazwyczaj przy okazji różnych kryzysów finansowych. Keynes jest znany z propagowania doktryny ekonomicznej zwanej interwencjonizmem państwowym. Mówi ona o konieczności interwencji państwa w mechanizm rynkowy. Innymi słowy, jeśli na rynku dochodzi do nierównowagi popytu i podaży, do akcji według Keynesa powinno wkroczyć państwo. Przeciwnicy jego koncepcji uznają, że rynek jest systemem samoregulującym się, to znaczy może sam korygować wszelkie odchylenia od normy. Jednak jak pokazują doświadczenia minionych kryzysów, mechanizm rynkowy nie zawsze był efektywny. W takich sytuacjach interweniowało państwo. Za każdym razem, gdy wybucha kolejny kryzys, od nowa spór toczą zwolennicy teorii Keynesa oraz jej przeciwnicy. Niemniej Keynesa przywołuje się dziś wyłącznie w kontekście interwencji państwa w gospodarkę.

Mało kto wie, a może raczej znaczna większość ludzi nie wie, że Keynes był inwestorem (sam się zdziwiłem, gdy się o tym dowiedziałem). Ponadto stosował w czasach, w których żył również Benjamin Graham, koncepcję inwestowania wartościowego. Szkoda, że ten epizod z życia Keynesa został przemilczany przez ogół ekonomistów oraz instytucji finansowych.

Jeśli ktokolwiek myśli, że Keynes kupował papiery wartościowe na własny rachunek, jest w błędzie. Okazuje się, że Keynesa dziś określilibyśmy mianem doradcy inwestycyjnego zarządzającego aktywami. Zarządzanie portfelem inwestycyjnym na zlecenie nie jest rzeczą łatwą, o czym doskonale wiedzą współcześni menedżerowie funduszy inwestycyjnych. Co prawda Keynes nie zarządzał aktywami rzędu miliardów dolarów, a zajmował się inwestowaniem środków uniwersyteckich, jednak wyników mógłby mu pozazdrościć niejeden zarządzający.

Historia inwestycyjna Keynesa jest związana z funduszem inwestycyjnym King's College Uniwersytetu Cambridge. W 1919 roku Keynes został mianowany zastępcą zarządcy majątku uniwersytetu. Do czasów Keynesa fundusz lokował środki wyłącznie w papierach wartościowych o stałym dochodzie. Keynes namówił władze uniwersytetu na utworze-

nie odrębnego funduszu lokującego pieniądze w akcjach. W 1927 roku to Keynes zaczął zarządzać środkami uczelni i odtąd ponosił wyłączną odpowiedzialność za podejmowane decyzje. Wyniki były naprawdę imponujące (tabela A.1).

Tabela A.1. *Historia inwestycyjna Keynesa*

Lata	**Roczne zmiany procentowe**	
	Fundusz King's College	**Rynek w Wielkiej Brytanii**
1928	0,0	0,1
1929	0,8	6,6
1930	–32,4	–20,3
1931	–24,6	–25,0
1932	44,8	–5,8
1933	35,1	21,5
1934	33,1	–0,7
1935	44,3	5,3
1936	56,0	10,2
1937	8,5	–0,5
1938	–40,1	–16,1
1939	12,9	–7,2
1940	–15,6	–12,9
1941	33,5	12,5
1942	–0,9	0,8
1943	53,9	15,6
1944	14,5	5,4
1945	14,6	0,8
Średnia stopa zwrotu	13,2	–0,5
Odchylenie standardowe	19,2	12,4
Minimum	–40,1	–25,0
Maksimum	56,0	21,5

Źródło: Robert G. Hagstrom, Portfel Warrena Buffetta. Potęga strategii inwestowania skoncentrowanego, WNT, Warszawa 2001.

Średnia stopa zwrotu na przestrzeni 18 lat wyniosła 13,2%. W tym samym czasie rynek brytyjskich papierów wartościowych prawie nie drgnął. Tym, którym wypracowana przez Keynesa stopa zwrotu wydaje się mizerna, przypominam, że okres, kiedy zarządzał aktywami funduszu uczelnianego, obejmuje II wojnę światową. Jeśli policzymy stopę zwrotu wyłącznie za czas wojny, otrzymamy wynik na poziomie 16,13%! Wychodzi na to, że Keynes w okresie wojennym osiągał wyższe zyski niż przed wojną. Dla porównania zamieściłem stopy zwrotu polskich funduszy inwestycyjnych za ostatnie 36 miesięcy, czyli za okres obejmujący kryzys na rynku nieruchomości (tabela A.2).

Tabela A.2. *Stopy zwrotu polskich funduszy inwestycyjnych*

Fundusz inwestycyjny	**Stopa zwrotu za okres 36 miesięcy**
Aviva Investors Polskich Akcji	–38,88%
Noble Akcji	–28,54%
Amplico MiŚ Spółek	–55,14%
Fortis Akcji	–50,32%
KBC Akcyjny	–42,38%
Unikorona Akcje	–29,90%
Pioneer MiŚ Spółek Rynku Polskiego	–59,15%
Lukas Akcyjny	–31,99%
Pioneer Akcji Polskich	–49,38%
KBC Akcyjny	–41,75%
PZU Akcji MiŚ Spółek	–51,75%
Idea Akcji	–29,37%
BPH Akcji Dynamicznych Spółek	–55,75%
Arka Akcji FIO	–35,03%
Amplico Akcji	–51,10%
BPH Akcji	–38,74%
PZU Akcji Krakowiak FIO	–41,87%
Amplico Akcji Plus	–51,56%
ING Akcji 2 SFIO	–30,90%
DWS Top 25 Małych Spółek FIO	–64,97%
Millennium MiŚ spółek	–46,39%

Tabela A.2. *Stopy zwrotu polskich funduszy inwestycyjnych — ciąg dalszy*

Fundusz inwestycyjny	**Stopa zwrotu za okres 36 miesięcy**
Legg Mason Akcji FIO	–33,35%
Novo Akcji	–41,32%
DWS Akcji Dużych Spółek FIO	–35,47%
ING Akcji	–42,34%
ING Akcji Plus	–42,12%
Allianz Akcji	–24,34%
PKO Akcji MiŚ Spółek	–41,71%
ING Średnich i Małych Spółek	–53,42%
Skarbiec-Akcja	–32,55%
Millennium Akcji	–43,20%
DWS Akcji Plus FIO	–47,91%
PKO Akcji Plus	–37,07%
PKO Akcji FIO	–53,70%

Źródło: opracowanie własne na podstawie notowań jednostek funduszy inwestycyjnych serwisu www.fundusze.onet.pl.

Realia i skala zapaści finansowej z lat 2007 – 2009 są nieporównywalne z zapaścią gospodarczo-ekonomiczną okresu II wojny światowej, dlatego wyniki osiągnięte przez rodzime fundusze inwestycyjne w porównaniu z tym, czego dokonał Keynes, nie są zbyt imponujące. W przypadku polskiego rynku (amerykański nie jest lepszy) możemy mówić wyłącznie o funduszach, które poniosły najmniejsze straty podczas kryzysu. O zyskach podczas bessy nie ma nawet mowy[1]. Poza tym fundusze inwestycyjne są zazwyczaj prowadzone przez towarzystwa założone przez banki lub firmy ubezpieczeniowe. Zarządzający aktywami tych instytucji mają dostęp do dużej ilości danych, o czym Keynes w swoich czasach mógł tylko pomarzyć. Kiedy spojrzeć jednak na wyniki inwestycyjne, trzeba stwierdzić, że danych tych jest chyba za dużo.

[1] Mam tutaj na myśli otwarte fundusze inwestycyjne, ponieważ fundusze hedgingowe wykorzystują o wiele szerszą gamę instrumentów finansowych, które pozwalają zarabiać również podczas spadków.

W trakcie zarządzania funduszem King's College Keynes doszedł do bardzo ciekawych wniosków:

> *Okazało się, że nie potrafiliśmy wykorzystać generalnych zmian systemowych, kupując albo sprzedając w całości akcje zwykłe w różnych fazach cyklu koniunkturalnego. W wyniku tych doświadczeń jestem przekonany, że koncepcja globalnych zmian jest z wielu powodów niepraktyczna, w istocie nawet niewskazana. Większość z tych, którzy usiłują tego dokonać, albo sprzedaje, albo kupuje za późno, a robi jedno i drugie zbyt często, ponosząc duże koszty. Odznacza się przy tym niespokojną, spekulacyjną postawą, która jeśli się rozpowszechni, przyniesie poważne ujemne konsekwencje społeczne, polegające na zwiększeniu skali fluktuacji*[2].

Widać więc, że jego wiedza ekonomiczna na nic mu się nie zdała, o czym chyba zapomnieli wszyscy współcześni analitycy finansowi przywiązujący największą wagę do danych makroekonomicznych. Wystarczy odwiedzić portale finansowe i obejrzeć telewizyjne komentarze giełdowe, aby się przekonać, do jakiego stopnia wszyscy tak zwani analitycy ubóstwiają dane gospodarcze. Warto w tym miejscu przytoczyć słowa Williama J. O'Neila z książki *Skuteczny inwestor*:

> *Takie podejście [skupianie się na danych gospodarczych] rzadko, jeśli w ogóle, się sprawdza, ponieważ to nie gospodarka kieruje giełdą, ale giełda gospodarką. Z tego właśnie powodu mądre głowy przed wieloma laty zaliczyły indeks S&P500, odzwierciedlający stan ogólnego rynku, do wiodących ekonomicznych wskaźników, ogłaszanych przez rząd w każdym miesiącu. A nie do wskaźników przypadku czy wskaźników spółek maruderów. Pisząc w skrócie, eksperci z Wall Street, używając gospodarki do przewidywania zachowania giełdy, a nie vice versa, uzyskiwali odwrócony obraz sytuacji*[3].

---

[2] Jess H. Chua, Richard S. Woodward, *J.M. Keynes's Investment Performances: A Note*, „The Journal of Finance", t. XXXVIII, nr 1, marzec 1983, tłumaczenie fragmentu [w:] Robert G. Hagstrom, *Portfel Warrena Buffeta. Potęga strategii inwestowania skoncetrowanego*, WNT, Warszawa 2001.

[3] William J. O'Neil, *Skuteczny inwestor. Jak inwestować z zyskiem i unikać wielkich strat*, Studio Emka, Warszawa 2007.

Buffett idzie nawet dalej i doradza całkowite ignorowanie stanu gospodarki. Według niego warto skupić się wyłącznie na kondycji finansowej spółek.

Czym zatem cechowała się strategia inwestycyjna Keynesa? Keynes opracował politykę inwestycyjną funduszu King's College polegającą na:

1. Starannym wyborze nielicznych inwestycji z uwzględnieniem ich taniości w porównaniu z prawdopodobną obecną oraz potencjalną, rzeczywistą ich wartością w przyszłych latach i z alternatywnymi możliwościami inwestowania w tych okresach.

2. Trzymaniu się tych stosunkowo dużych jednostek na dobre i złe, być może przez kilka lat, aż do chwili, kiedy spełnią oczekiwania albo kiedy okaże się, że ich zakup był błędem.

3. Zrównoważonej pozycji inwestycyjnej, to znaczy rozmaitości ryzyka pomimo dużych poszczególnych pozycji, a w miarę możliwości przeciwstawnym ryzyku[4].

Gdyby Keynes żył w czasach współczesnych Buffettowi, powiedziałbym, że uczył się właśnie od niego. Z powyższego widać, że styl inwestycyjny Keynesa przyjął również Benjamin Graham oraz jego uczniowie. Keynes zatem, podobnie jak późniejsi inwestorzy, inwestował w spółki wartościowe, które można było nabyć w promocji. Wątpię, żeby wiedział o istnieniu skomplikowanych modeli ekonometrycznych, tak namiętnie wykorzystywanych współcześnie.

Keynes nie był prostaczkiem, którego opinie można by traktować z przymrużeniem oka. Do dziś jest cenionym ekonomistą, który doszedł do oczywistych i bardzo prostych wniosków, do których zdają się nie dochodzić współcześni uczeni oraz praktycy rynku kapitałowego. Buffett powiedział, że pomimo nawoływań jego oraz Grahama do inwestowania w wartość zawsze będą istnieli ludzie lubujący się w spekulacji. Porównał tę sytuację do istnienia Stowarzyszenia Płaskiej Ziemi, które funkcjonuje pomimo licznych dowodów na okrągły kształt globu. Dzięki przeciwnikom prostych metod zarabiają na rynku ich zwolennicy. Choć

[4] Jess H. Chua, Richard S. Woodward, *J.M. Keynes's Investment...*, op. cit..

przytacza się wyniki inwestycyjne takich ludzi jak Keynes, którzy stosowali łatwe metody inwestowania zorientowane na kondycję finansową, i tak większość ludzi zajmuje się pewnie spekulacją. Podejrzewam, że sytuacja ta prędko nie ulegnie zmianie, o ile w ogóle to kiedykolwiek nastąpi. Z tego powodu polecam wszystkim zainteresowanym doskonalenie swoich umiejętności w zakresie czytania sprawozdań finansowych, a opozycjonistom — zajęcie się analizą techniczną.

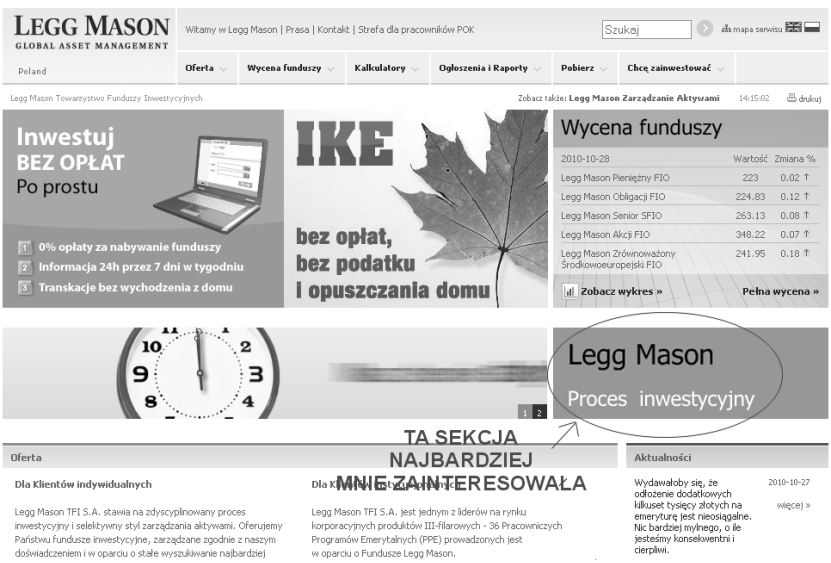
B

Czy Legg Mason TFI rzeczywiście inwestuje w wartość?

Wszyscy Czytelnicy, którzy mieli okazję zapoznać się z książką Benjamina Grahama *Inteligentny inwestor*, pewnie zauważyli, że jest ona promowana przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Legg Mason. W dodatku dołączonym do książki można przeczytać, że nowi doradcy inwestycyjni tego towarzystwa najpierw zapoznają się z książką Grahama oraz filozofią inwestowania wartościowego, aby móc skutecznie realizować strategię inwestycyjną towarzystwa. Zaciekawiło mnie takie podejście na polskim rynku funduszy inwestycyjnych — przyznam szczerze, że szukałem niegdyś jakiegoś rzetelnego funduszu inwestycyjnego, który osiągałby lepsze wyniki niż rynek. Czy fundusz akcyjny Legg Mason zatem naprawdę inwestuje w wartość? Postanowiłem sam

sprawdzić, ile prawdy jest w tekście reklamowym znajdującym się na stronie internetowej towarzystwa[1] oraz w jego zapewnieniach. Zapoznałem się głównie z informacjami opublikowanymi przez towarzystwo na stronie internetowej, które później zweryfikowałem w odniesieniu do notowań funduszu akcyjnego na tle rynku i innych funduszy inwestycyjnych oraz do spółek, które fundusz utrzymuje w swoim portfelu. Sprawą numer jeden jest dla mnie rzetelność i słowność w świecie inwestycji. Z tego powodu uważam, że jeśli fundusz deklaruje pewien rodzaj strategii inwestycyjnej, to powinien ją realizować, a nie tylko o niej pisać.

Po wejściu na stronę internetową towarzystwa zobaczyłem to, co widać na rysunku B.1.


LEGG MASON
GLOBAL ASSET MANAGEMENT
Witamy w Legg Mason | Prasa | Kontakt | Strefa dla pracowników POK
Szukaj
mapa serwisu
Poland
Oferta
Wycena funduszy
Kalkulatory
Ogłoszenia i Raporty
Pobierz
Chcę zainwestować
Legg Mason Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych
Zobacz także: Legg Mason Zarządzanie Aktywami
14:15:02
drukuj
Inwestuj
BEZ OPŁAT
Po prostu
1 0% opłaty za nabywanie funduszy
2 Informacja 24h przez 7 dni w tygodniu
3 Transakcje bez wychodzenia z domu
IKE
bez opłat,
bez podatku
i opuszczania domu
Wycena funduszy
2010-10-28
Wartość
Zmiana %
Legg Mason Pieniężny FIO 223 0.02
Legg Mason Obligacji FIO 224.83 0.12
Legg Mason Senior SFIO 263.13 0.08
Legg Mason Akcji FIO 348.22 0.07
Legg Mason Zrównoważony Środkowoeuropejski FIO 241.95 0.18
Zobacz wykres »
Pełna wycena »
Legg Mason
Proces inwestycyjny
TA SEKCJA
NAJBARDZIEJ
MNIE ZAINTERESOWAŁA
Oferta
Dla Klientów indywidualnych
Legg Mason TFI S.A. stawia na zdyscyplinowany proces inwestycyjny i selektywny styl zarządzania aktywami. Oferujemy Państwu fundusze inwestycyjne, zarządzane zgodnie z naszym doświadczeniem i w oparciu o stałe wyszukiwanie najbardziej
Legg Mason TFI S.A. jest jednym z liderów na rynku korporacyjnych produktów III-filarowych - 36 Pracowniczych Programów Emerytalnych (PPE) prowadzonych jest w oparciu o Fundusze Legg Mason.
Aktualności
2010-10-27
Wydawałoby się, że odłożenie dodatkowych kilkuset tysięcy złotych na emeryturę jest nieosiągalne. Nic bardziej mylnego, o ile jesteśmy konsekwentni i cierpliwi.
więcej »

Rysunek B.1. *Ze wszystkich informacji na stronie sekcja „Proces inwestycyjny" jest kluczowa dla klientów funduszu*

Źródło: opracowanie własne na podstawie zrzutu ekranu strony WWW TFI Legg Mason.

[1] *http://www.leggmason.pl/*.

Kliknąłem zatem w baner, który przeniósł mnie do działu „Legg Mason Proces Inwestycyjny". Jest to dział kluczowy dla każdego klienta funduszu, ponieważ to od specyfiki strategii inwestycyjnej będą zależały zyski osoby inwestującej.

Na dział opisujący strategię inwestycyjną składa się kilka sekcji:

- Wstęp.
- Strategia inwestycyjna.
- Schemat procesu inwestycyjnego.
- Cechy procesu inwestycyjnego.
- Styl inwestycyjny Legg Mason — najważniejsze informacje.
- Cechy poszukiwanych spółek.
- Spółki, których staramy się unikać.
- Stawiamy na pracę zespołową.

Z powyższych sekcji najbardziej zainteresowały mnie „Strategia inwestycyjna", „Styl inwestycyjny" oraz „Cechy poszukiwanych spółek". Na początku zauważyłem od razu pewną nieścisłość. TFI podaje, że wykorzystują do swoich inwestycji styl „aktywny, selektywny", a później, że inwestują w wartość. Jedno z drugim się trochę wyklucza, bo jeśli znajdę spółkę wartościową i kupię jej akcje w promocji, to po co mam się ich pozbywać, a do tego przecież sprowadza się strategia aktywna? Dużo funduszy inwestycyjnych używa określenia „aktywne zarządzanie", by opisać po prostu częste zmiany dokonywane w portfelu inwestycyjnym. Idźmy dalej:

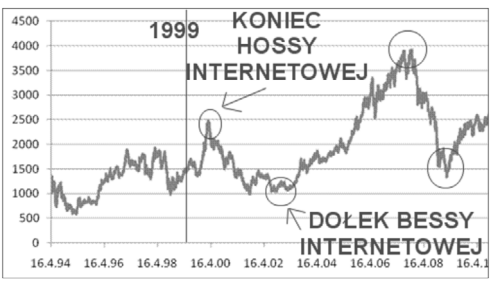
> *Selektywny styl inwestycyjny — to filozofia starannego doboru spółek oraz przeciwieństwo szerokiej dywersyfikacji.*

Na schemacie inwestycyjnym zaprezentowanym tuż pod tą informacją można znaleźć dane, z których wynika, że TFI utrzymuje w swoim portfelu inwestycyjnym od 50 do 70 spółek! Jeśli to nie jest szeroka dywersyfikacja, to sam już nie wiem, co nią jest. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzają naprawdę potężnymi środkami, jednak szkoda, że zamiast koncentrować się na 10 lub 20 najlepszych spółkach, wolą się tak rozdrabniać.

A to kolejna niedorzeczność, którą znalazłem na stronie internetowej towarzystwa:

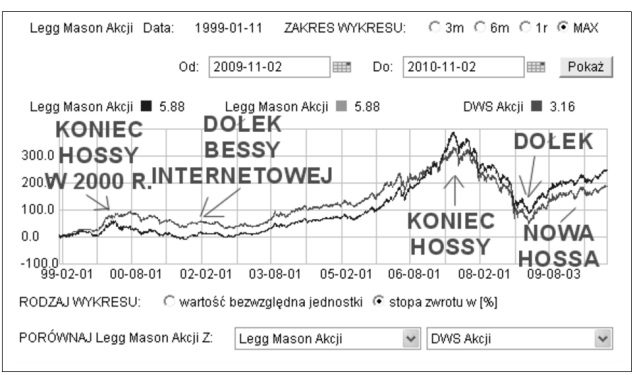
> *Naszą intencją jest tworzenie takiego portfela, którego skład w istotny sposób różni się od przypisanej stopy odniesienia (np. WIG-u) pod względem liczby branż gospodarki i spółek tworzących portfel funduszu, jak też ich procentowego składu.*

Spójrzmy na rysunki B.2 i B.3 obrazujące notowania funduszu Legg Mason Akcji FIO, DWS Akcji oraz historyczne notowania indeksu WIG 20.



Rysunek B.2. *Notowania indeksu WIG 20 od roku 1994 do lipca 2010 roku*

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl.



Rysunek B.3. *Wykresy stóp zwrotu funduszy Legg Mason Akcji FIO oraz DWS Akcji*

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.mbank.pl.

Przede wszystkim na rysunku B.3 widać, jak stopa zwrotu obu funduszy praktycznie się pokrywa. Benchmarkiem dla Legg Mason Akcji FIO jest WIG, natomiast dla DWS Akcji — 80% WIG 20+20% BUX. Benchmark to inaczej miara sukcesów funduszu. Fundusze jednak w większości wybierają sobie benchmarki będące punktami odniesienia ich zyskowności w taki sposób, aby łatwo je można było pokonać. „Forbes" kiedyś już o tym pisał na swoich łamach.

Teraz spójrzmy na rysunek B.2 przedstawiający notowania WIG-u 20. Czy wykresy stóp zwrotu obu funduszy nie są łudząco podobne do wykresu WIG-u 20? Historyczne stopy zwrotu funduszy rozpoczynają się od roku 1999, więc również na wykresie WIG-u 20 trzeba rozpocząć porównanie od tego momentu. Wykresy stóp zwrotu funduszy akcyjnych na rysunku B.3 nie wykazują tak ostrych wahań, które byłyby łatwo zauważalne w latach 1999 – 2002, a które wykazywał indeks WIG 20, jednak wprawne oko zauważy praktycznie takie same cykle w porównaniu z omawianym indeksem. Widać, że od roku 1999 do 2000 WIG 20 rósł, co również charakteryzowało omawiane fundusze akcyjne. Od roku 2000 do 2002 na rynku trwała bessa, co widać na wykresie indeksu oraz na wykresach stóp zwrotu funduszy, choć trochę mniej wyraźnie. Od roku 2002 aż do lata 2007 wszystkie wykresy wykazywały tendencję rosnącą, następnie spadkową spowodowaną bessą związaną z bańką spekulacyjną w nieruchomościach oraz kolejną hossę.

W tym momencie nasuwa się pytanie — czy fundusz inwestycyjny, którego stopa zwrotu praktycznie odzwierciedla rynek, zajmuje się rzeczywiście inwestowaniem w wartość? Chyba nie, ponieważ przedstawione dane dość dobitnie temu zaprzeczają. Dlaczego więc fundusz na swojej stronie internetowej stwierdza, że tworzy portfel, *którego skład w istotny sposób różni się od przypisanej stopy odniesienia*? To chyba nie w porządku w stosunku do klientów towarzystwa. Postanowiłem dla porównania przedstawić również wykres stopy zwrotu funduszu DWS Akcji, który praktycznie większość swoich środków inwestuje w spółki z indeksu WIG 20, aby pokazać, że Legg Mason robi prawdopodobnie to samo. Zajrzałem jeszcze do sprawozdania finansowego TFI Legg Mason za rok 2009, aby zobaczyć, jakie spółki fundusz akcyjny tego towarzystwa posiadał w swoim portfelu. I przyznaję, że bardzo się zdziwiłem

wyborami dokonanymi przez doradców inwestycyjnych tego towarzystwa (tabela B.1).

Tabela B.1. *Spółki funduszu akcyjnego Legg Mason w roku 2009*

Spółka	**Procentowy udział**
Cez	1,35
Mol	1,19
Amrest	2,00
ING BSK	4,76
Budimex	0,45
BZ WBK	0,07
Sygnity	0,94
Synthos	0,61
Emperia	2,20
Elbudowa	0,96
Indykpol	0,62
Intercars	2,04
KGHM	4,63
Kogenera	6,27
Koelner	0,10
KredytB	0,67
Kruszwica	1,93
Lotos	1,14
LPP	0,95
Bogdanka	0,66
PGF	1,61
MMPPL	1,05
Netia	2,01
Pekao	6,96
PGE	4,14
PGNiG	3,22
PKN Orlen	7,32
PKO BP	8,09

Tabela B.1. *Spółki funduszu akcyjnego Legg Mason w roku 2009 — ciąg dalszy*

Spółka	**Procentowy udział**
Prochem	0,33
Qumaksek	0,78
Rafako	0,18
Remak	0,56
Stalprofil	0,68
TIM	0,14
TP SA	3,44
Puławy	1,16
Police	0,54
Strabag	1,78
Tallink Group	0,92
AS ESTII Ehitus	0,10
Belvedere	0,49
OTP Bank	1,24
Matav	3,09
Panevezio Statybos	0,25

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego Legg Mason TFI.

Łącznie fundusz akcyjny Legg Mason posiada w swoim portfelu akcje 44 spółek! To zbyt dużo jak na inwestowanie w wartość, nawet w przypadku funduszu inwestycyjnego. W powyższej tabeli znajdują się głównie polskie spółki, ale również spółki zagraniczne. Mnie interesują przede wszystkim polskie podmioty. Najpierw chciałbym jeszcze dokładniej wyjaśnić praktycznie identyczny kształt wykresu stopy zwrotu tego funduszu oraz indeksu WIG 20. Legg Mason twierdzi, że benchmarkiem wybranym do mierzenia skuteczności inwestycyjnej jest indeks WIG, a ja tu mówię o WIG-u 20 (tabela B.2). Dlaczego tak? Otóż wykresy WIG-u oraz WIG-u 20 są praktycznie identyczne — Charles Dow[2] powiedziałby, że te średnie się potwierdzają. Poza tym obroty akcjami spółek wchodzącymi w skład indeksu WIG 20 odpowiadają za znaczną

[2] Twórca podstawowych założeń analizy technicznej, zwanej teorią Dowa.

część całego obrotu na warszawskiej GPW, co wyjaśnia bardzo duże podobieństwo wykresów obu indeksów.

Tabela B.2. *Spółki WIG-u 20*

Spółka	**Udział w WIG-u 20 (w %)**	**Czy jest w portfelu Legg Mason?**
Pekao	13,156	Tak
PKO BP	12,982	Tak
KGHM	11,785	Tak
PZU	11,308	Nie
PKN ORLEN	10,221	Tak
TP SA	7,870	Tak
PGE	4,808	Tak
BZ WBK	3,948	Tak
ASSECOPOL	2,684	Nie
CEZ	2,737	Tak
PGNiG	2,669	Tak
GETIN	2,643	Nie
GTC	2,408	Nie
TVN	2,080	Nie
BRE	1,957	Nie
PBG	1,920	Nie
POLIMEXMS	1,813	Nie
LOTOS	1,634	Tak
CYFRPLSAT	0,980	Nie
BIOTON	0,666	Nie

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl*, dane na dzień 23 lipca 2010 roku.*

Na 20 spółek wchodzących w skład indeksu WIG 20 Legg Mason Akcji FIO posiada akcje 10, co stanowi połowę, z tego 4 stanowią największy odsetek w indeksie WIG 20. To oczywiście wyjaśnia pokrywanie się wykresu stóp zwrotu Legg Mason Akcji FIO z wykresem WIG-u 20, tylko dlaczego fundusz pisze na swojej stronie o dobieraniu spółek, które umożliwiłyby osiągnięcie stopy zwrotu wyższej niż rynkowa?

Kiedy patrzę na posiadane przez Legg Mason akcje, nasuwa mi się kilka pytań:

1. Po co fundusz zdywersyfikował swój portfel na tak dużą liczbę spółek?
2. Dlaczego fundusz posiada tak małe zaangażowanie w spółkach KGHM, PGE oraz PGF?
3. Dlaczego fundusz nie kupił więcej akcji PKN Orlen, a nie zrezygnował z Lotosu i MOL-u?
4. Dlaczego fundusz nie zwiększy zaangażowania w PKO BP, największym polskim banku, kosztem usunięcia z portfela innych banków?
5. Dlaczego fundusz posiada w swoim portfelu kiepskie spółki, na przykład Indykpol, które nie oszałamiają swoimi wynikami finansowymi?

Warren Buffet powiedział, że sensownie jest dodawać kolejną pozycję do swojego portfela, jeśli sprawi, że ogólne jego wyniki się poprawią. Jeżeli jakaś spółka nie jest lepsza od już posiadanych, to po co ją dodawać? Buffet jest przecież współczesnym guru inwestycji w wartość, więc czemu fundusz, który rzekomo również obrał taką strategię, w praktyce do niej się nie stosuje?

Warto wiedzieć, że fundusze inwestycyjne nie mogą nabyć w spółce akcji, które uprawniałyby do wykonywania więcej niż 10% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Jako że w obrocie publicznym znajdują się głównie akcje zwykłe, które uprawniają do oddania jednego głosu przy posiadaniu jednej akcji, wychodzi na to, że fundusze mogą skupować bez przeszkód do 10% wszystkich akcji spółki. Spójrzmy, co by się stało, gdyby Legg Mason Akcji FIO zwiększył swoje zaangażowanie do 10% lub do granicy rynkowego free floatu[3], zdecydowawszy się zastosować naprawdę strategię inwestowania wartościowego. Nie

[3] Free float to odsetek akcji znajdujący się w obrocie giełdowym, nieposiadających właściciela. Free float oznacza liczbę akcji, która jest możliwa do nabycia w przypadku konkretnej spółki. Wielkość free floatu odczytuję z serwisu Bankier.pl.

ukrywam, że w portfelu Legg Mason za naprawdę wartościowe spółki uznaję KGHM, PGE, PGF oraz ewentualnie Orlen. (Niektórzy mogą powiedzieć, że do tej grupy należy również Rafako, jednak mnie wyniki tej spółki nie satysfakcjonują). Innymi słowy, fundusz powinien ograniczyć się do kupna akcji najlepszych spółek, które są dostępne na polskiej giełdzie, i na nich się skoncentrować, co de facto jest wpisane w rzekomą strategię funduszu. Na stronie internetowej w sekcji „Styl inwestycyjny — najważniejsze informacje" czytamy, że jedną z cech tego stylu jest *wysoka koncentracja poszczególnych inwestycji*. Patrzę w sprawozdanie finansowe funduszu i śmiem wątpić w rzetelność tych słów (tabela B.3).

Tabela B.3. *Sprawozdanie finansowe funduszu Legg Mason*

Spółka	**Udział (w %)**	**Free float (w %)**
KGHM	10	68,21
PGE	10	15,01
PGF	10	67,91
PKN Orlen	10	62,23
PKO BP	10	48,77
Kruszwica	9,54	9,54
Rafako	10	21,78
Razem	**69,54**	

Czy nie lepiej byłoby skonstruować portfel w oparciu o grupę rzeczywiście najbardziej wartościowych spółek z polskiej giełdy, na przykład przedstawionych w powyższej tabeli? Widać, że proponuję rozwiązanie, które spowodowałoby wykorzystanie środków na zakup akcji w wielkości prawie 70% portfela. Resztę fundusz mógłby przeznaczyć na zakup mniejszych pakietów akcji w innych, ale równie obiecujących spółkach.

Cały czas nurtuje mnie jedna sprawa — dlaczego wiedząc, jak bardzo wartościowy jest KGHM i PGE, fundusz nie utrzymuje w tych spółkach maksymalnego dopuszczalnego zaangażowania? PKN Orlen jest największym koncernem naftowym w naszym regionie, po co więc utrzymy-

wać w portfelu mniejsze podmioty, takie jak MOL czy Lotos? Nie wiem, czym kierowali się zarządzający, tworząc portfel funduszu Legg Mason Akcji FIO, ale raczej na pewno nie strategią inwestowania w wartość.

Jestem ogólnie przeciwnikiem funduszy inwestycyjnych, bo tak jak twierdzi Peter Lynch — *jeśli masz czas na wybór funduszu, to równie dobrze sam możesz wybierać akcje* — również i ja uważam, że analiza i znalezienie naprawdę dobrego funduszu inwestycyjnego jest naprawdę trudne, natomiast indywidualne wybieranie akcji o wiele prostsze i przede wszystkim tańsze.

Po zapoznaniu się z wynikami funduszu akcyjnego Legg Mason mogę śmiało stwierdzić, że fundusz nie traktuje poważnie swoich klientów — obiecuje im wybór spółek naprawdę wartościowych, a w rzeczywistości stosuje strategię niczym nieróżniącą się od tej wykorzystywanej w innych funduszach akcyjnych. Ten dodatek jest przestrogą dla klientów funduszy i apelem do nich, aby dokładnie czytali zawartość stron internetowych TFI, a później sprawdzali rzetelność zamieszczonych informacji w sprawozdaniach finansowych! Kiedyś w jednym z banków namawiano mnie do zapoznania się z ofertą pewnego funduszu inwestycyjnego, a ja odparłem, że będę mógł coś na jego temat powiedzieć, gdy przejrzę jego sprawozdanie finansowe. Odwodzono mnie od tego, bo na to potrzeba dużo czasu i lepiej żebym zapoznał się z czymś w rodzaju ulotki reklamowej funduszu… Takie słowa padły z ust osoby pracującej w branży finansowej! Kupowanie jakiegokolwiek papieru wartościowego bez wcześniejszej analizy emitenta lub podmiotu oferującego jest proszeniem się o kłopoty i kupowaniem kota w worku. Namawiam więc ponownie do rzetelnego podejścia do swoich finansów: najpierw dokładna analiza, a dopiero potem decyzja. Zbyt wiele osób zaczyna od podjęcia decyzji, by potem zabrać się do powolnej analizy swojej rzekomo „dochodowej" okazji inwestycyjnej, zwykle w obliczu strachu o swoją finansową przyszłość.

Bibliografia

Książki i artykuły

Blodget Henry, *Inwestycje giełdowe. Szanse i pułapki. Przewodnik inwestora*, Onepress, Gliwice 2008.

Cebulski Kamil, *Efekt motyla. Jak jedna decyzja może wpłynąć na całe Twoje życie i zaważyć nad biedą lub bogactwem?*, Złote Myśli, Gliwice 2006.

Chua Jess H., Woodward Richard S., *J.M. Keynes's Investment Performances: A Note*, „The Journal of Finance", t. XXXVIII, nr 1, marzec 1983.

Cramer James J., *Gra giełdowa. Jak rozsądnie inwestować w pozbawionym rozsądku świecie*, Onepress, Gliwice 2007.

Darvas Nicolas, *Jak zarobiłem 2 000 000 $ na giełdzie. Wydanie II*, Onepress, Gliwice 2009.

Graham Benjamin, *Inteligentny inwestor*, Studio Emka, Warszawa 2006.

Hagstrom Robert G., *Na sposób Warrena Buffeta*, MT Biznes, Warszawa 2007.

Hagstrom Robert G., *Portfel Warrena Buffeta. Potęga strategii inwestowania skoncentrowanego*, WNT, Warszawa 2001.

Jagielnicki Adam, *Inwestycje giełdowe. Jak grać i wygrywać. Wydanie II*, Onepress, Gliwice 2009.

Jakubczyk-Cały Ewa, *W prospekcie emisyjnym czyha wiele pułapek na niewprawnego inwestora giełdowego*, „Gazeta Prawna", 22 października 2008, nr 207.

Kiyosaki Robert T., Lechter Sharon L., *Kto zabiera Twoje pieniądze? Dlaczego powolni inwestorzy tracą? Co robią ci, którzy zarabiają?*, Instytut Praktycznej Edukacji, Osielsko 2007.

Kiyosaki Robert T., Lechter Sharon L., *Młody, bogaty rentier*, Instytut Praktycznej Edukacji, Osielsko 2002.

Little Kenneth E., *Oswoić bessę, czyli inwestowanie na rynku niedźwiedzia*, Onepress, Gliwice 2008.

Lynch Peter, *Pokonać giełdę*, Studio Emka, Warszawa 2009.

Maćkowiak Ewa, *Ekonomiczna wartość dodana EVA. Miernik oceny kondycji finansowej i wartości przedsiębiorstwa*, PWE, 2009.

Mauldin John, *Reguły giełdy. Żelazne zasady największych inwestorów*, Onepress, Gliwice 2007.

Murphy John J., *Analiza techniczna rynków finansowych*, WIG PRESS, Warszawa 1999.

O'Neil William J., *Skuteczny inwestor. Jak inwestować z zyskiem i unikać wielkich strat*, Studio Emka, Warszawa 2007.

Osho, *Spotkania z wyjątkowymi ludźmi*, Nowy Horyzont, Warszawa 2009.

Pardoe James, *Jak to robi Warren Buffet? 24 genialne strategie największego na świecie inwestora giełdowego*, Studio Emka, Warszawa 2007.

Sedillot Rene, *Moralna i niemoralna historia pieniądza*, Wydawnictwo W.A.B., Warszawa 2002.

Soros George, *Nowy paradygmat rynków finansowych*, MT Biznes, Warszawa 2008.

Sun Tzu, Sun Pin, *Sztuka wojny*, Onepress, Gliwice 2004.

Trump Donald J., Kiyosaki Robert T., *Dlaczego chcemy, żebyś był bogaty?*, Instytut Praktycznej Edukacji, Osielsko 2008.

Zaremba Adam, *Giełda. Podstawy inwestowania. Wydanie II rozszerzone*, Onepress, Gliwice 2010.

Strony internetowe

http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/sekcja-strategie/stara-szkola--wysoki-zysk,2114,1

http://gielda.onet.pl/zarobki-prezesa-pzu-wzrosna-do-ok-100-tys-zl,18727,3244559,1,prasa-detal

Sprawozdania finansowe, prospekty emisyjne i dokumenty informacyjne

Dokument informacyjny spółki Serenity.

Dokument informacyjny spółki Euroimplant.

Sprawozdania finansowe grupy kapitałowej KGHM Polska Miedź z lat 1998 – 2009.

Sprawozdania finansowe spółki Teresa Medica z lat 2007 – 2009.

Sprawozdanie finansowe spółki Serenity z roku 2009.

Sprawozdania finansowe spółki Euroimplant z lat 2007 – 2009.

Sprawozdania finansowe spółki PKN Orlen z lat 1999 – 2009.

Sprawozdania finansowe spółki Lotos z lat 2005 – 2009.

Sprawozdania finansowe spółki PGE z lat 2007 – 2009.

Sprawozdania finansowe spółki Enea z lat 2008 – 2009.

Sprawozdanie finansowe Legg Mason TFI z roku 2009.

Prospekt emisyjny spółki Tauron.

Prospekt emisyjny spółki Enea.

Prospekt emisyjny spółki PGE.

Prospekt emisyjny spółki KGHM.

Prospekt emisyjny spółki Lotos.

Prospekt emisyjny spółki Teresa Medica.